

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	ALKIM
Mevcut Fiyat (TL)	39.84
Hedef Fiyat (TL)	56.00
Getiri Potansiyeli (%)	40.6%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	23.50 49.60
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	72
Sermaye (mln TL)	150
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	5,976
Hedeflenen Piyasa Değeri	8,405
Net Borç	-461
Firma Değeri	5,515

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	2%	5%	46%	5%
BIST100 Rölatif Getiri	-5%	3%	-8%	-29%

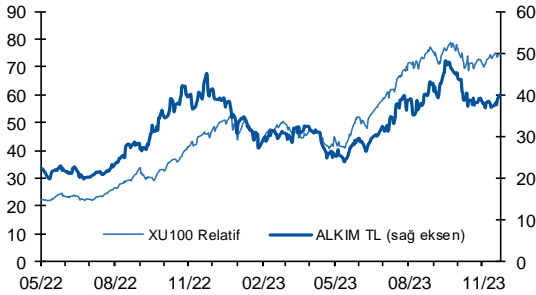
Özet Veriler (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Satış Gelirleri	1,096	2,797	3,338	5,067
FAVÖK	261	766	718	1,080
Net Kar	248	572	583	812
Hisse Başı Kar	1.65	3.82	3.89	5.41

Satış Büyümesi	45.4%	155.1%	19.3%	51.8%
FAVÖK Büyümesi	16.7%	193.3%	-6.2%	50.3%
Net Kar Büyümesi	24.6%	130.7%	1.9%	39.2%

FAVÖK Marjı	23.8%	27.4%	21.5%	21.3%
Net Kar Marjı	22.6%	20.5%	17.5%	16.0%

Tahminler ve Rasyolar	2021	2022	2023T	2024T
FD/Ciro	2.1x	1.4x	1.7x	1.1x
FD/FAVÖK	9.0x	5.2x	7.7x	5.1x
F/K	10.2x	7.0x	10.2x	7.4x
PD/DD	3.4x	3.2x	3.4x	2.4x
Net Borç/FAVÖK	-1.0x	-0.2x	-0.6x	-0.5x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Aralık 2023 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı	
Kora Holding	17.00%
Mehmet Reha Kora	8.79%
Ferit Kora	7.79%
Özay Kora	7.02%
Tülay Kora	6.05%
Adem Haluk Kora	1.67%
Arkın Kora	0.46%
Halka Açık	51.22%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatırımHizmetleriGrubuStratejiVeAraştırma@denizbank.com

Alkim Kimya (ALKIM TI)

Olumsuz geçen yılın ardından ön plana çıkmaya aday

AL – Hedef Fiyat: 56,00 TL (12-ay)

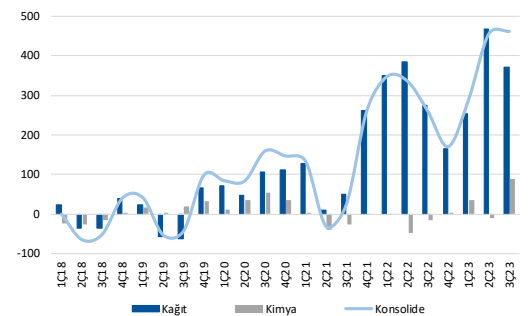
3Ç23 finansal sonuçlarının açıklanmasının ardından Alkim Kimya (ALKIM TI) için 12-aylık hedef fiyatımızı 56,00 TL olarak belirlerken, tavsiyemizi AL olarak sürdürmüştük. Alkim Kimya'yı i) sektördeki güçlü konumu ii) potasyum sülfat tesisinin devreye girmesi iii) sodyum sülfat segmentinde artan karlılık iv) döviz bazlı gelir yapısı v) güçlü net nakit yapısı ve vi) düzenli temettü ödeme alışkanlığı dolayısıyla uzun vadede temel olarak beğeniyoruz. Hisse, yıl başlangıcından bu yana BIST 100 Endeksi'nin %29 gerisinde kalarak zayıf performans sergilemiştir.

- Potasyum sülfat tesisi tekrardan devrede.** 2021 yılının Kasım ayında devreye alınan ancak ham madde teminindeki sorun nedeniyle durdurulan potasyum sülfat tesisi, gerekli ham madde bağlantısının gerçekleştirilmesinin ardından tekrardan üretime başlamıştır. 2024 yılı için potasyum sülfat satışlarının Türk Lirası'ndaki değer kaybı beraberinde büyümenin ana dinamiklerinden biri olmasını bekliyoruz.
- Kâğıt segmentinde kapasite artışı.** Alkim Kâğıt'ın kapasite artışına ilişkin yatırımları planlandığı şekilde devam etmektedir. Mevcut durumda, inşaat süreci devam ederken, inşaatın 2024 Şubat ayı içinde bitirilmesi ve sonrasında kâğıt makinası montajının 2024 yılının son çeyreğinde tamamlanarak üretime başlaması planlanmaktadır.
- Karlılıkta toparlanma.** Son çeyrekte operasyonel karlılıkta hem çeyrek hem de yıllık bazda iyileşme görülürken, 2Ç23'te kâğıt, 3Ç23'te de hem kâğıt hem de kimya segmentinin katkılarıyla son iki çeyrekteki iyileşme 14,7 puana ulaştı.
- Düzenli temettü ödemesi.** Şirket, halka arz olduğu 2000 yılından bu yana her yıl düzenli şekilde temettü dağıtmaktadır. Önümüzdeki dönemde de temettü politikasını benzer şekilde sürdüreceğini düşünüyoruz. Tahminimiz, 2024 yılında 2023 yılı net karından hisse başına brüt 1,20 TL temettü dağıtacağı yönünde. Son kapanışa göre %3,0 temettü verimliliğine işaret ediyor.
- Sağlam bilanço yapısı.** Alkim Kimya, konsolide olarak son 9 çeyrekte net nakit pozisyonunda bulunmaktadır. Eylül 2023 sonu itibarıyla 371 milyon TL kâğıt, 90 milyon TL kimya segmentine ait olmak üzere konsolide 461 milyon TL net nakit pozisyonundadır.
- Üçüncü çeyrek finansalları.** Alkim Kimya yılın üçüncü çeyreğinde yıllık %28 artışla 207 milyon TL seviyesinde net kar açıkladı. 3Ç23'te satış gelirleri yıllık bazda %17 artarak 958 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK yıllık %31 artarken, FAVÖK marjı yıllık bazda 3,1 puan iyileşerek %28,1 seviyesine yükseldi.

Detay bakış

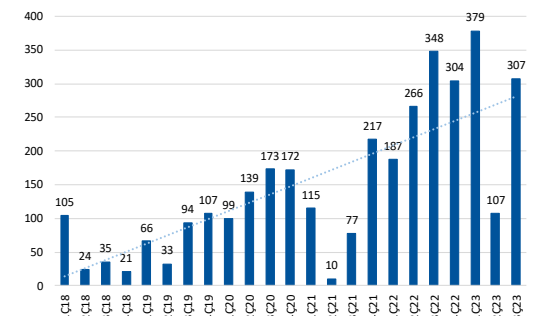
- Kısaca Alkim Kimya.** Şirket, faaliyetlerine 3 adet göl işletmesi, 1 adet yeraltı sodyum sülfat işletmesi ve 1 adet kâğıt tesisi ile devam etmektedir. Sodyum sülfat tarafında Şirket'in daimî müşterileri Türkiye'deki tüm deterjan üreticileridir. Dış pazarda ise Ukrayna, Romanya, Bulgaristan, Yunanistan, Lübnan, Batı ve Güney Afrika, Kongo, Fildişi Sahili, Angola, Orta Amerika'daki bazı ülkeler, Fas, Cezayir ve Mısır'daki cam ve deterjan fabrikalarıdır.
- Potasyum sülfat tesisi tekrardan devrede.** Alkim Kimya, sektördeki fırsatı değerlendirerek potasyum sülfat üretimi konusunda yatırım kararı almış ve yıllık 50.000 ton kapasiteli potasyum sülfat tesisini 2021 yılının Kasım ayında devreye almıştı. Ancak, Şubat 2022'de başlayan Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle ham madde tedarik edilememiş ve üretim geçici olarak durdurulmuştu. Sonrasında, Mart 2023 dönemine geldiğinde ise üretim için gerekli ham madde bağlantısı gerçekleştirilmiş ve üretim tekrardan başlamıştır. Şirket, 9A23'te 4.656 ton (9A22: 3.196 ton) potasyum sülfat satışı gerçekleştirmiş olup 3Ç23'te satışlar hız kazanmıştır. 2024 yılı için potasyum sülfat satışlarının Türk Lirası'ndaki değer kaybı beraberinde büyümenin ana dinamiklerinden biri olmasını bekliyoruz. Şirket'in hedefi 2024 yılında 36-37 bin ton potasyum sülfat satışı gerçekleştirmek yönünde. Potasyum sülfat segmentinin diğer segmentlere göre daha yüksek kâr marjına sahip olduğunu dikkate aldığımızda konsolide karlılığı da destekleyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca Şirket, 'reach' sertifikası alma yönünde çalışmalarını sürdürmektedir. En geç yeni yılın başlarında alınması planlanmakta olup söz konusu sertifika AB'ye ihracatın da kapısını açacak. Söz konusu 2024 hedefleri içerisinde AB'ye ihracatın dahil olmadığını da belirtelim. Ek olarak, Şirket, potasyum sülfatın ham maddelerinden olan potasyum klorürün kendi kaynaklarından elde edilmesine yönelik Ar-Ge çalışmalarını da sürdürmekte olup çalışmaların sonuçlanması ile ihtiyacının üçte birini kendi kaynaklarından elde etmeyi hedeflemektedir.
- Kâğıt segmentinde kapasite artışı.** Alkim Kâğıt'ın kapasite artışına ilişkin yatırım süreci planlandığı şekilde devam etmektedir. Mevcut durumda, inşaat süreci devam ederken, inşaatın 2024 Şubat ayı içinde bitirilmesi ve sonrasında kâğıt makinası montajının 2024 yılının son çeyreğinde tamamlanarak üretime başlaması planlanmaktadır. 125.000 ton/yıl kapasiteli yeni üretim tesisi ile toplam kapasite üretim gramajına bağlı olarak 225.000 ton/yıl'a çıkabilecektir. 2025 yılında tam yıl etkisini göreceğimiz yatırımın büyüme açısından destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Son açıklanan finansallara göre Şirket'in yıllıklandırılmış konsolide satış gelirinin %59'unu kâğıt, %41'ini de kimya segmenti oluşturmaktadır.
- Güneş enerjisi santrali projesi gündemde.** Şirketlerin güneş enerjisine yönelimi konusu halen popülerliğini korurken, Alkim Kimya da enerji ihtiyacının karşılanması amacıyla güneş enerjisi projelerini incelemektedir. Mevcut durumda, Şirket, kimya tarafında kendi buhar ve elektrik enerjisinin önemli bir kısmını üretirken, kâğıt tarafında doğal gaz türbini ile tüm enerji ihtiyacını karşılamaktadır. Şirket'in bu yöndeki adımını önemli buluyoruz. Belirtmek gerekirse, enerji kalemi Şirket'in toplam maliyetlerinin (SMM + operasyonel giderler) %25'ini oluşturmakta olup ham maddenin ardından en büyük ikinci gider kalemidir.
- Sağlam bilanço yapısı.** Alkim Kimya, konsolide olarak son 9 çeyrekte net nakit pozisyonunda bulunmaktadır. Eylül 2023 sonu itibarıyla 371 milyon TL kâğıt, 90 milyon TL kimya segmentine ait olmak üzere konsolide 461 milyon TL net nakit pozisyonundadır. Net nakit/FAVÖK rasyosu da 0,7x seviyesindedir. Şirket ayrıca, büyük çoğunlukla ABD Doları olmak üzere 307 milyon TL döviz uzun pozisyonundadır. Son üç yılda sadece bir kez çeyrek dönemi net borç ile tamamlayan Şirket, pandemi gibi zorlu dönemde dahi net nakit pozisyonunu korumayı başarmıştır. Ek olarak, Şirket'in işletme sermaye ihtiyacı yüksek seviyede yer almayı bilançosunun pasif tarafının %30-35'ini yükümlülükler oluşturmakta ve özkaynak anlamında güçlü konumdadır.

Alkim Kimya Nakit (Borç) Pozisyonu (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

Alkim Kimya Hedge Dahil Net Yabancı Para Pozisyonu (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

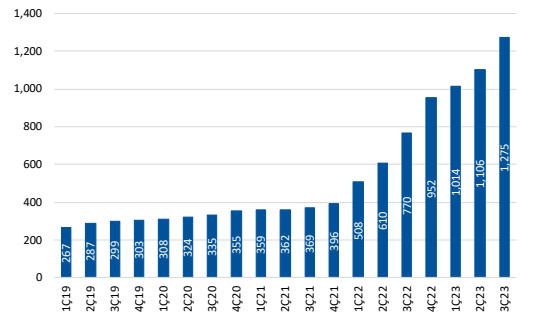
- **Faaliyetlerin finansallara yansımaları.** Alkim Kimya, 3Ç23'te 958 milyon TL satış geliri, 269 milyon TL FAVÖK ve 207 milyon TL net kar açıkladı.

- **Ciroya katkıda kâğıt segmenti ön planda.** 2019-2022 döneminde satış gelirinde %59 YBBO (yıllık bileşik büyüme oranı) yakalayan Alkim Kimya 9A23 döneminde yıllık %15 büyüme ile 2.346 milyon TL satış geliri kaydetti. Şirket, 9A23'te kimya segmentinde 279.818 ton sodyum sülfat (9A22: 293.429 ton), 4.656 ton potasyum sülfat (9A22: 3.196 ton), kâğıt segmentinde ise 60.964 ton net mamul (9A22: 61.646 ton) satışı gerçekleştirmiştir. Son açıklanan finansallara göre Şirket'in yıllıklandırılmış konsolide satış gelirinin %59'unu kâğıt, %41'ini de kimya segmenti oluşturmakta olup büyümenin gelişimi açısından kâğıt segmenti bir adım önde bulunmaktadır. Dolayısıyla yılın başlarında kâğıt sektöründe gözlenen ithal ürün baskısı da kısmen olumsuz etkilemiştir.

Önümüzdeki dönem için kimya segmentinde tekrardan başlayan potasyum sülfat satışlarının 2024 yılı, kâğıt segmentinde ise çalışmaları devam eden kapasite artışının tam yıl etkisini ilk kez göreceğimiz 2025 yılındaki büyümede etkili olacağını tahmin ediyoruz.

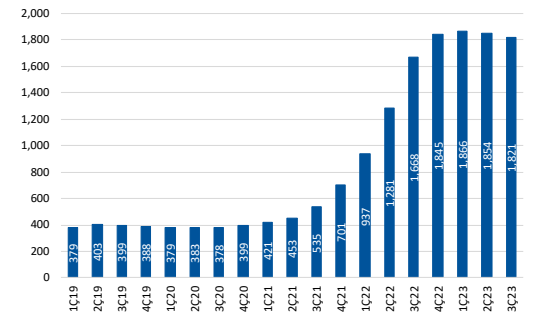
2022 yılında 2.797 milyon TL olan konsolide satış gelirinin 2023 yılında 3.338 milyon TL, 2024 yılında ise 5.067 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Alkim Kimya Yıllıklandırılmış Kimya Segmenti Satış Geliri (milyon TL)



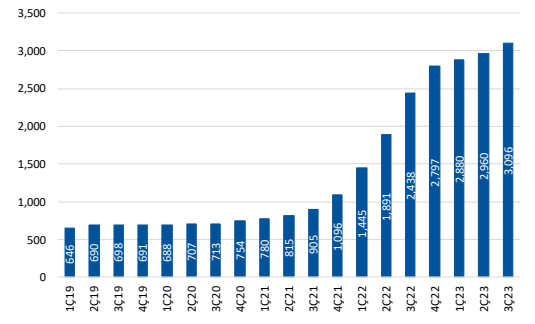
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Alkim Kimya Yıllıklandırılmış Kâğıt Segmenti Satış Geliri (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Alkim Kimya Yıllıklandırılmış Konsolide Satış Geliri (milyon TL)

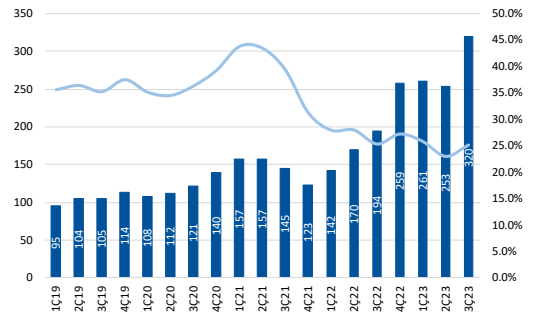


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

- **Karlılıkta toparlanma.** 2022 yılını 2021 yılına kıyasla daha güçlü operasyonel karlılık ile tamamlayan Alkim Kimya'nın FAVÖK marjında 3Ç22'den itibaren kâğıt segmenti öncülüğünde zayıflama gözlemlendi. Ancak, son iki çeyreğe baktığımızda çeyreksel bazda iyileşmeler kaydedildiğini görüyoruz. 2Ç23'te kâğıt, 3Ç23'te de hem kâğıt hem de kimya segmentinin katkılarıyla özellikle son iki çeyrekteki iyileşme 14,7 puana ulaştı. Kâğıt segmenti FAVÖK marjı 3Ç23'te geçen senenin aynı dönemine göre %27,3'ten %28,4'e, kimya segmenti FAVÖK marjı da aynı dönemler için %19,8'den %27,6'ya yükseliş kaydetmiştir. Özellikle tekrar devreye giren ve son çeyrekte hız kazanan potasyum sülfat segmentinin karlılığı desteklediğini ve önümüzdeki dönemde de desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

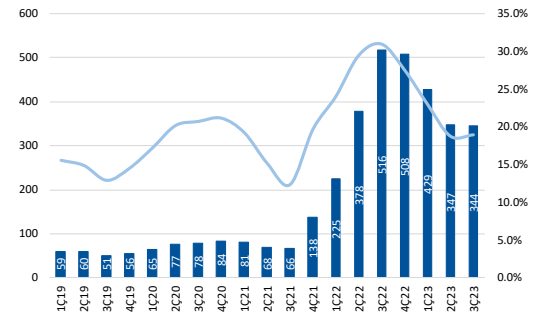
2022 yılında 766 milyon TL olan konsolide FAVÖK rakamının 2023 yılında 718 milyon TL, 2024 yılında ise 1.080 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Alkim Kimya Yıllıklandırılmış Kimya Segmenti FAVÖK (milyon TL) ve FAVÖK Marjı



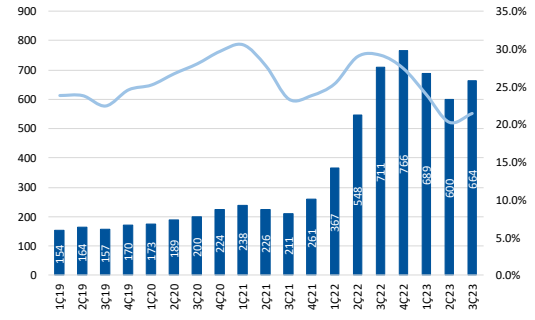
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Alkim Kimya Yıllıklandırılmış Kâğıt Segmenti FAVÖK (milyon TL) ve FAVÖK Marjı



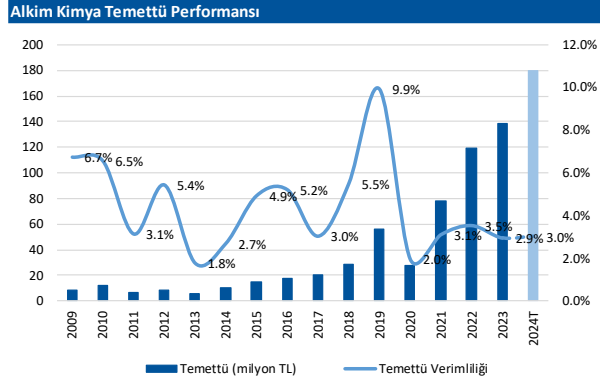
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Alkim Kimya Yıllıklandırılmış Konsolide FAVÖK (milyon TL) ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

- **Temettü.** Şirket, halka arz olduğu 2000 yılından bu yana her yıl düzenli şekilde temettü dağıtmaktadır. Şirket de Yönetim Kurulu ve Genel Kurul'un onayı ve mevzuata uygun olarak pay sahiplerinin menfaatleri ve şirket menfaatleri gözetilerek, nakit kâr payı ödemelerinin oranının tespitinde Şirket'in finansal yapısı, likidite durumu ve yatırım ihtiyaçları göz önüne alınarak azami oranda kar dağıtımını prensip olarak kabul etmiştir. Önümüzdeki dönemde de temettü politikasını benzer şekilde sürdüreceğini düşünüyoruz. **Tahminimiz, 2024 yılında 2023 yılı net karından hisse başına brüt 1,20 TL temettü dağıtacağı yönünde. Son kapanışa göre %3,0 temettü verimliliğine işaret ediyor.**

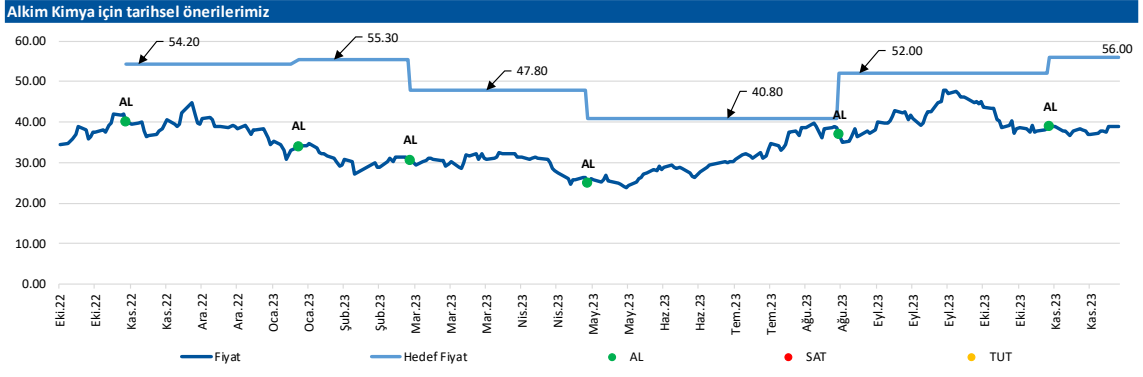


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Potansiyel riskler

- Alkim Kimya için; *i) üretimde aksama ii) tedarik zincirindeki olası problemler iii) beklentimizin altında gerçekleşebilecek satış hacmi ve birim fiyatlar* değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hedef fiyat ve öneri geçmişi



* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Finansal tablolar

Gelir Tablosu (mİn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T
Satışlar	754	1,096	2,797	3,338	5,067
Satışların Maliyeti	498	792	1,915	2,435	3,724
Brüt Kar	256	304	882	903	1,343
Operasyonel Giderler	54	67	149	221	312
Faaliyet Karı	202	237	733	681	1,031
Diğer Gelir/Gider	42	134	121	160	121
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	244	371	854	841	1,152
Net Finansman Gelir/Gider	-9	-17	-13	-20	20
Vergi Öncesi Kar	235	354	841	821	1,171
Dönem Vergi Gideri/Geliri	19	69	173	148	234
Azınlık Payları	17	37	95	90	125
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	199	248	572	583	812

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T
Nakit ve Nakit Benzerleri	193	336	236	573	731
Ticari Alacaklar	142	238	490	585	888
Stoklar	160	258	522	664	1,016
Diğer Dönen Varlıklar	16	14	66	109	153
Dönen Varlıklar	511	846	1,315	1,931	2,788
Duran Varlıklar	244	305	429	550	832
Toplam Varlıklar	755	1,150	1,744	2,481	3,620

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2	27	34	62	95
Ticari Borçlar	66	217	304	386	590
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	76	88	64	105	147
Kısa Vadeli Yükümlülükler	144	332	402	554	833
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	45	49	33	53	115
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	24	32	62	102	143
Uzun Vadeli Yükümlülükler	69	81	94	155	258
Toplam Borçlar	213	413	496	709	1,091
Özkaynaklar	541	737	1,248	1,772	2,529
Toplam Kaynaklar	755	1,150	1,744	2,481	3,620

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.