

## Erdemir

## Sağlam operasyonel performans ve beklentiler doğrultusunda sonuçlar

R. Fulin Önder

Analist

fonder@sekeryatirim.com

Erdemir, 3Ç17’de, çelik fiyatlarının kuvvetli seyri, sağlam FAVÖK marjı, zayıf baz etkisi ve net finansal gelirler kaydetmiş olması nedenleriyle önceki yılın %59.8 üzerinde, beklentiler doğrultusunda, TL792mn net kar açıklamıştır. Erdemir’in satış gelirleri, artan çelik fiyatları (US\$ bazında yıllık ortalama +%18), zayıf bir baz dönemi üzerine artan satış hacmi (yıllık +%17) ve TL’nin değer kaybı (US\$ karşısında yıllık %19) nedenleriyle yıllık %61.5 artış (çeyreklik %6.9 azalış) göstererek, piyasa ortalama beklentisi olan TL4,363mn’a (Şeker Yatırım T.: TL4,372mn) benzer bir seviyede, TL4,363mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında Grup, 3Ç17’de, piyasa ortalama beklentisi olan TL1,173mn’a (Şeker Yatırım T.: TL1,206mn) paralel olarak, yıllık %43.8 yükselişle (çeyreklik %3.9 azalışla) TL1,162mn tutarında FAVÖK elde etmiştir. FAVÖK marjı, piyasa ortalama beklentilerinin işaret etmiş olduğu %27.4’lük marjın altında, ancak bir önceki çeyreğe göre 0.8 y.p. yükselişle yine oldukça kuvvetli bir oranda, %26.6 olarak, son 5 yıl ortalama FAVÖK marjı %20.7’nin üzerinde gerçekleşmiştir. Erdemir’in net karı, büyük ölçüde FAVÖK’ünde gerçekleşmiş olan bu artış ile, ve net diğer faaliyet gelirlerindeki artış ve net finansal gelirler kaydedebilmiş olmasıyla, %59.8 artarak, piyasa ortalama beklentisi olan TL799mn’a yakın olarak (Şeker Yatırım T.: TL787mn), TL792mn’a ulaşmıştır. Grup’un net nakit pozisyonu, 3Ç17 sonunda TL1.4milyar’a ulaşmıştır (2Ç17 sonu: TL225mn). Erdemir’in 3Ç17 sonuçları, FAVÖK marjının piyasa beklentisinin hafif altında gerçekleşmiş olmasına rağmen, diğer ana hatları ile genel olarak beklentiler dahilinde gerçekleşmiştir; Şirket’in net nakit pozisyonundaki artışın değerlemesi üzerindeki olumlu etkiyi de göz önüne alarak, açıklanan sonuçların Grup payları performansı üzerindeki etkisinin nötr olmasını beklemekteyiz.

Erdemir için hedef fiyatımızı pay başına TL8.40’a yükseltmekte ve Grup payları üzerindeki “TUT” tavsiyemizi sürdürmekteyiz - 2017, Erdemir’in rekor karlılıklar yaratabildiği bir yıl olmuştur; çelik ve hammadde fiyatlarının geçtiğimiz dönemlerdeki seyrinin bu olumlu etkisinin 4Ç17T’de de gözlemlenebilmesini beklemekteyiz. Şirket’in kuvvetli bilançosunu beğenmeye devam etmekte ve 2017 yılı tahmini dağıtılabilir karından hesapladığımız %11 civarındaki kar payı veriminin Grup payları performansını desteklemeye devam etmesini beklemekteyiz. Tahminlerimizi çelik fiyatları, demir cevheri ve metalürjik kömür fiyatlarının gidişatları, 9A17 gerçekleştirmeleri ve 4Ç17T için daha olumlu beklentilerimiz ile revize ederek ve Grup’un benzerlerine göre değerlemesini güncelleyerek, Erdemir payları için TL8.40 hedef fiyata ulaşmaktayız. Erdemir payları, tahminlerimize göre 2017T 5.8x ve 8.9x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla, yurt dışı eşlenikleri ise sırasıyla 6.8x ve 11.9x çarpanlar ile işlem görmektedirler.

|                       | 2015   | 2016   | 9A 2016 | 9A 2017 | 2017T  | 2018T  |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| F/K                   | 25.8   | 19.1   | 28.3    | 9.3     | 8.9    | 9.4    |
| FD/FAVÖK              | 13.0   | 10.6   | 14.0    | 6.1     | 5.8    | 6.1    |
| FD/Satışlar           | 2.4    | 2.5    | 2.6     | 1.7     | 1.6    | 1.6    |
| PD/DD                 | 2.4    | 1.9    | 2.3     | 1.8     | 1.7    | 1.7    |
| Net Satışlar (TL Mn)  | 11,915 | 11,637 | 7,947   | 13,238  | 17,621 | 18,382 |
| Net Kar (TL Mn)       | 1,126  | 1,516  | 978     | 2,562   | 3,378  | 3,200  |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0.32   | 0.43   | 0.28    | 0.73    | 0.97   | 0.91   |

**TUT**  
Hedef Fiyat: TL 8.40  
Önceki Hedef Fiyat: TL 8.00

|                         | TL                  | US\$   |
|-------------------------|---------------------|--------|
| Fiyat                   | 8.56                | 2.27   |
| BİST 100                | 108,467             | 28,771 |
| US\$ (MB Alış):         | 3.7700              |        |
| 52 Hafta Yüksek:        | 8.73                | 2.39   |
| 52 Hafta Düşük:         | 3.62                | 1.16   |
| Bloomberg/Reuters Kodu: | EREGL.TI / EREGL.IS |        |

Hisse Senedi Sayısı (Mn): 2,150

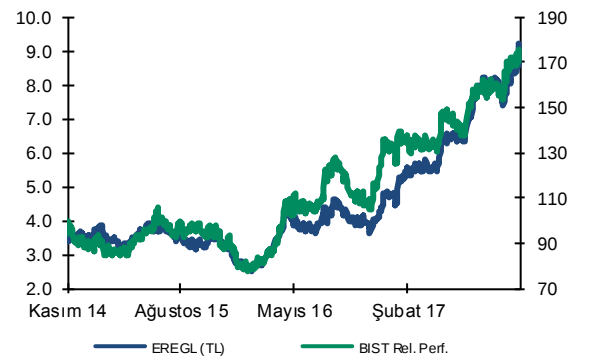
|                 | (TL Mn) | (US\$ Mn) |
|-----------------|---------|-----------|
| Piyasa Değeri : | 29,960  | 7,947     |
| Halka Açık PD : | 14,381  | 3,815     |

|                              | S1A   | YBB  | S1Y   |
|------------------------------|-------|------|-------|
| TL Getiri (%):               | 10.7  | 78.8 | 119.8 |
| US\$ Getiri (%):             | 3.6   | 65.4 | 77.2  |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | 5.1   | 28.8 | 58.8  |
| Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):    | 105.2 |      |       |
| Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):  | 29.6  |      |       |

|                              |      |
|------------------------------|------|
| Beta                         | 1.13 |
| Yıllık Volatilite (Hisse)    | 0.28 |
| Yıllık Volatilite (BİST 100) | 0.15 |

|                    |      |
|--------------------|------|
| Ortaklık Yapısı    | %    |
| Ataer Holding A.Ş. | 49.3 |
| Halka Açık Kısım   | 47.6 |
| Erdemir Porföyü    | 3.1  |

Toplam 100.0



**3Ç17 satış gelirleri, çelik fiyatlarının kuvvetli seyri ve hacim artışıyla US\$ bazında %36 oranında artmıştır** - Erdemir'in 3Ç17 toplam çelik ürünleri satış hacmi, oldukça düşük bir baz dönemi olan 3Ç16'nın %17.2 üzerinde, 2,220bin ton olarak gerçekleşmiştir. Sıcak haddelenmiş yassı ürün satışları, bu dönemde, yıllık %19.1 artarak (bir önceki çeyreğe göre %5.0 azalışla) 1,394bin ton'a ulaşmış, soğuk haddelenmiş ürün satışları ise yıllık %21.4 artarak (bir önceki çeyreğe göre %4.6 azalışla) 464bin ton olarak gerçekleşmiştir. Uzun ürünlerde ise hacim artışı, 3Ç16'nın uzun ürün satış hacmi açısından kuvvetli bir baz dönemi oluşturması nedeniyle, daha sınırlı, yıllık bazda %4.9 (çeyreklik %5.6) olarak gerçekleşmiş, satışlar 362bin ton'a ulaşmıştır. Grup'un sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatları, 3Ç17'de US\$ bazında yıllık %14.2 artarak (bir önceki döneme göre %2.9 azalışla) ortalama US\$527/ton olarak gerçekleşmiştir. Soğuk haddelenmiş ve uzun ürün ortalama fiyatları ise US\$ bazında sırasıyla yıllık %17.7 ve %26.7 artışlarla (bir önceki döneme göre ise sırasıyla %0.5 ve %7.7 artışlarla), ortalama US\$697/ton ve US\$486/ton olarak gerçekleşmiştir. Böylece Erdemir'in 3Ç17'deki satış gelirleri US\$ bazında önceki yılın aynı dönemine göre %36.0 artarak (bir önceki döneme göre %5.0 azalışla) US\$1,241mn olarak gerçekleşmiştir. TL'nin bu dönemde US\$ karşısındaki yaklaşık olarak yıllık bazda %19 değer kaybı sonucunda da, Grup'un TL bazındaki 3Ç17 satış gelirleri, önceki yılın aynı döneminin %61.5 üzerinde (bir önceki çeyreğe göre %6.9 azalışla) TL4,363mn olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 1: Erdemir, Anahtar performans göstergeleri**

|                               | 3Ç 2016 | 2Ç 2017 | 3Ç 2017 | Çeyreklik % değişim | Yıllık % değişim |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------------------|------------------|
| <b>Üretim ('000 ton)</b>      |         |         |         |                     |                  |
| Sıcak haddelenmiş yassı çelik | 1,350   | 1,505   | 1,415   | -5.9%               | 4.9%             |
| Soğuk haddelenmiş yassı çelik | 469     | 443     | 447     | 1.0%                | -4.6%            |
| Uzun ürünler                  | 343     | 329     | 366     | 11.3%               | 6.9%             |
| <b>Satışlar ('000 ton)</b>    |         |         |         |                     |                  |
| Sıcak haddelenmiş yassı çelik | 1,166   | 1,467   | 1,394   | -5.0%               | 19.5%            |
| Soğuk haddelenmiş yassı çelik | 382     | 459     | 464     | -4.6%               | 21.4%            |
| Uzun ürünler                  | 345     | 343     | 362     | 5.6%                | 4.9%             |
| <b>Fiyat (US\$/ton)</b>       |         |         |         |                     |                  |
| Sıcak haddelenmiş yassı çelik | 461     | 543     | 527     | -2.9%               | 14.2%            |
| Soğuk haddelenmiş yassı çelik | 592     | 694     | 697     | 0.5%                | 17.7%            |
| Uzun ürünler                  | 384     | 452     | 486     | 7.7%                | 26.7%            |
| <b>FAVÖK/ton</b>              | 138     | 141     | 143     | 1.4%                | 3.3%             |

Kaynak: Erdemir, Şeker Yatırım tahminleri

**Erdemir'in 3Ç17 FAVÖK marjı, çeyreklik 0.8 y.p. artarak yine oldukça sağlam, %26.6 oranında gerçekleşmiştir.** Erdemir 9A17'de rekor faaliyet karlılıkları elde edebilmiştir. Esas itibarıyla çelik fiyatlarının kuvvetli seyri nedeniyle, ve demir cevheri ve melalurjik kömür fiyatlarının 2Ç17'de sırasıyla %26 ve %1 kadar gerilemiş olmalarıyla, Erdemir, 3Ç17'de de oldukça kuvvetli, çeyreklik 0.8 y.p. artışla %26.6 oranında FAVÖK marjı elde edebilmiştir. Grup'un 3Ç17 FAVÖK marjı, operasyonel karlılık bakımından rekor bir dönem olan 3Ç16'nın 3.3 y.p. altında, ancak son 5 yıl ortalaması olan %20.7'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Grup ürünlerinden ton başına elde edilen FAVÖK, bu dönemde, bir önceki döneme göre %1.4 artışla US\$143/ton olarak gerçekleşmiştir. Erdemir, hesaplamalarımıza göre, yıllık %43.8 artışla (çeyreklik %3.9 azalışla) TL1,162mn tutarında FAVÖK elde etmiştir.

**Kuvvetli operasyonel performans ve finansal gelirler kaydedilebilmiş olması ile net kar, yıllık %59.8 artmıştır** - Erdemir'in 3Ç17 net diğer faaliyet gelirleri ise büyük ölçüde sigorta hasar teminat gelirlerindeki artış ile, yıllık %85.8 artarak TL45.5mn olarak gerçekleşmiştir. Grup, bu dönemde, artan faiz gelirlerinin de etkisiyle, TL26.5mn tutarında net finansal gelir kaydetmiştir (3Ç16 net finansal giderler:

TL45.4mn). Böylelikle Erdemir'in vergi öncesi karı bir önceki yılın aynı döneminin %65.0 üzerinde, TL1,062mn olarak gerçekleşebilmiştir. Grup'un efektif vergi oranının 3Ç17'de %22.3 olarak gerçekleşmesiyle (2Ç17: %8.7; 3Ç16: %20.1), net kar marjı yıllık olarak hafif 0.2 y.p. azalış göstermiştir. Erdemir'in 3Ç17 net karı böylece, önceki yılın aynı döneminin %59.8 üzerinde, TL792mn olarak gerçekleşmiştir. Grup'un net işletme sermayesi gün sayısı, bu dönemde 159'a gerilemiştir (2Ç17 sonu: 181). 2Ç17 sonunda TL225mn olan net nakit pozisyonu, 3Ç17 sonu itibarıyla TL1,447mn'a ulaşmıştır.

**Erdemir için hedef fiyatımızı pay başına TL8.40'a yükseltmekte ve Grup payları üzerindeki "TUT" tavsiyemizi sürdürmekteyiz** - 2017, Erdemir'in rekor karlılıklar yaratabildiği bir yıl olmuştur; çelik ve hammadde fiyatlarının geçtiğimiz dönemlerdeki seyrinin bu olumlu etkisinin 4Ç17T'ye ertelenen siparişler ile bu dönemde de gözlemlenebilmesini beklemekteyiz. Şirket'in kuvvetli bilançosunu beğenmeye devam etmekte ve 2017 yılı tahmini dağıtılabilir karından hesapladığımız %11 civarındaki kar payı veriminin Grup payları performansını desteklemeye devam etmesini beklemekteyiz. Tahminlerimizi çelik fiyatları, demir cevheri ve metalürjik kömür fiyatlarının gidişatları, 9A17 gerçekleştirmeleri ve 4Ç17T için daha olumlu beklentilerimiz ile revize ederek ve Grup'un benzerlerine göre değerlemesini güncelleyerek, Erdemir payları için TL8.40 hedef fiyata ulaşmaktayız. Erdemir payları, tahminlerimize göre 2017T 5.8x ve 8.9x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla, yurt dışı eşlenikleri ise sırasıyla 6.8x ve 11.9x çarpanlar ile işlem görmektedirler.

Tablo 2: Erdemir, Özet Finansal Tablolar

| BİLANÇO (TL Mn)                 | 2014          | 2015          | 2016          | 1Y16          | 1Y17          | %Değ        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Maddi Duran Varlıklar           | 8,199         | 10,235        | 12,152        | 10,155        | 12,007        | 18.2        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar   | 169           | 202           | 205           | 168           | 199           | 18.6        |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler     | 194           | 197           | 231           | 189           | 267           | 41.6        |
| Ticari Alacaklar                | 1,757         | 1,633         | 2,017         | 1,433         | 1,984         | 38.5        |
| Hazır Değerler                  | 2,187         | 2,935         | 4,587         | 3,013         | 3,735         | 24.0        |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar     | 3,428         | 3,433         | 4,459         | 3,157         | 4,880         | 54.6        |
| <b>Toplam Aktifler</b>          | <b>15,934</b> | <b>18,634</b> | <b>23,651</b> | <b>18,114</b> | <b>23,073</b> | <b>27.4</b> |
| Uzun Vadeli Borçlar             | 1,348         | 1,904         | 1,618         | 1,749         | 1,318         | -24.6       |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 1,170         | 1,577         | 2,147         | 1,629         | 2,053         | 26.0        |
| Kısa Vadeli Borçlar             | 2,688         | 2,033         | 3,312         | 2,367         | 3,174         | 34.1        |
| Ticari Yükümlülükler            | 417           | 582           | 915           | 477           | 580           | 21.7        |
| Toplam Yükümlülükler            | 5,623         | 6,096         | 7,991         | 6,222         | 7,125         | 14.5        |
| Toplam Özsermaye                | 10,310        | 12,538        | 15,660        | 11,892        | 15,948        | 34.1        |
| <b>Toplam Pasifler</b>          | <b>15,934</b> | <b>18,634</b> | <b>23,651</b> | <b>18,114</b> | <b>23,073</b> | <b>27.4</b> |

| GELİR TABLOSU (TL Mn)           | 2014         | 2015         | 2016         | 1Y16       | 1Y17         | %Değ         |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| Net Satışlar                    | 11,484       | 11,915       | 11,637       | 5,245      | 8,875        | 69.2         |
| SMM                             | 9,046        | 9,854        | 9,166        | 4,485      | 6,464        | 44.1         |
| Brüt Kar                        | 2,438        | 2,060        | 2,470        | 760        | 2,411        | 217.1        |
| Faaliyet Giderleri              | 350          | 425          | 441          | 219        | 248          | 13.2         |
| Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı) | 2,088        | 1,635        | 2,030        | 541        | 2,163        | 299.7        |
| Net Diğer Gelir/Gid.            | 6            | (45)         | 73           | 84         | 71           | -15.9        |
| Finansman Gelir/Gid.(-)         | (129)        | (155)        | 169          | (4)        | (30)         | 604.6        |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>         | <b>1,966</b> | <b>1,436</b> | <b>2,271</b> | <b>621</b> | <b>2,204</b> | <b>254.8</b> |
| Vergi                           | 305          | 274          | 700          | 122        | 374          | 206.6        |
| <b>Net Kar(Zarar)</b>           | <b>1,661</b> | <b>1,162</b> | <b>1,572</b> | <b>499</b> | <b>1,831</b> | <b>266.5</b> |
| Azınlık Payları                 | 59           | 36           | 55           | 18         | 61           | 249.3        |
| Ana Ortaklık Payları            | 1,601        | 1,126        | 1,516        | 482        | 1,769        | 267.2        |

| FİNANSAL ORANLAR         | 2014  | 2015  | 2016  | 1Y16  | 1Y17  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı      | 17.5% | 9.9%  | 11.1% | 7.4%  | 20.9% |
| Aktif Karlılığı          | 11.1% | 6.7%  | 7.4%  | 4.8%  | 14.1% |
| Brüt Kar Marjı           | 21.2% | 17.3% | 21.2% | 14.5% | 27.2% |
| Net Kar Marjı            | 13.9% | 9.4%  | 13.0% | 9.2%  | 19.9% |
| FAVÖK Marjı              | 22.0% | 18.4% | 23.1% | 16.4% | 28.4% |
| T.Fin. Borçlar/Özsermaye | 33.1% | 23.7% | 25.0% | 30.2% | 22.0% |

Kaynak: Finnet, KAP, Şeker Yatırım

## Şeker Yatırım

### UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,

[arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)