

Erdemir

Beklentilerin üzerinde, kuvvetli faaliyet karlılığı

R. Fulin Önder

Analist

fonder@sekeryatirim.com

Erdemir, 4Ç16'da, önceki yılın aynı dönemine göre belirgin bir artışla, piyasa ortalama beklentisi olan TL 522mn'un hafif üzerinde (Şeker Yatırım T.: TL 522mn), TL 539mn tutarında net kar açıklamıştır. Erdemir 4Ç16'da, önceki yılın aynı dönemine göre TL bazında %23.0 oranında artışla (bir önceki çeyreğe göre %36.6 artışla), piyasa ortalama beklentisi olan TL 3,725mn'a paralel olarak, TL 3,690mn tutarında satış geliri elde etmiştir. Grup'un bu dönemdeki FAVÖK marjı ise piyasa ortalama beklentisi olan %22.4'ün yaklaşık olarak 5 y.p. üzerinde, %27.5 olarak gerçekleşmiştir. Erdemir, böylelikle, piyasa ortalama beklentisi olan TL 843mn'un üzerinde, hesaplamalarımıza göre TL 1,016mn tutarında FAVÖK elde edebilmiştir. Açıklanan sonuçlara piyasanın ilk tepkisinin olumlu olmasını beklemekle birlikte, 4Ç16'da artış gösteren hammadde fiyatlarının etkisinin önümüzdeki dönemde gözlemlenebilecek olması nedeniyle, bu olumlu tepkinin sınırlı kalabileceğini düşünmekteyiz.

Erdemir'in FAVÖK marjı 4Ç16'da da oldukça kuvvetli ve beklentilerin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir - Erdemir'in toplam satış hacmi, 4Ç16'da talebin ertelenmiş olması ve artan ihracat hacmi ile birlikte, bir önceki çeyreğe göre oldukça belirgin ölçüde, %27 oranında artarak (yıllık %2.6 azalış) 2.4mn ton olarak gerçekleşmiştir. Çelik fiyatlarının 2016 yılında göstermiş olduğu artış neticesinde, Erdemir'in 4Ç16 satış gelirleri, önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %11.7 yükselişle US\$ 1,145mn olarak gerçekleşmiştir. Erdemir'in FAVÖK marjı 4Ç16'da da kuvvetli kalmaya devam etmiş ve hesaplamalarımıza göre yıllık 15.1 y.p. artarak %27.5 oranında gerçekleşmiştir. Yassı ve uzun ürünlerden ton başına elde edilen FAVÖK, 4Ç16'da sırasıyla US\$ 121/ton (yıllık %147 artış) ve US\$ 113/ton'a (yıllık +%90.6) yükselmiştir. Grup, bu dönemde, hesaplamalarımıza göre yıllık %173 artışla (bir önceki döneme göre %25.8 artış) TL 1,016mn tutarında FAVÖK elde etmiştir. Böylelikle Erdemir'in net karı, belirgin ölçüde iyileşerek 4Ç16'da TL 539mn olarak gerçekleşmiştir. Grup'un 3Ç16 sonunda TL 158mn olan net nakdi ise, 4Ç16 sonunda artarak TL 667mn'a ulaşmıştır.

Erdemir henüz 2017 beklentilerini paylaşmamıştır. Halihazırda hisse başına TL 5.90 hedef fiyatımızı ve "TUT" önerimizi sürdürmekteyiz. Erdemir, bugün saat 14:00'te bir analist toplantısı düzenleyecektir. Tahminlerimizi bu toplantıdaki paylaşımlar ışığında revize edeceğiz. Grup hisseleri, tahminlerimize göre 2017T 6.9x ve 11.58x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler; yurtdışı benzerleri ise, sırasıyla 7.6x ve 13.0x çarpanlarıyla işlem görmektedirler.

	2014	2015	2016	2017T	2018T
F/K	12.5	17.3	12.8	11.8	10.3
FD/FAVÖK	7.7	8.8	7.2	6.9	6.0
FD/Satışlar	1.7	1.6	1.7	1.3	1.1
PD/DD	1.9	1.6	1.3	1.5	1.4
Net Satışlar (TL Mn)	11,484	11,915	11,637	15,204	17,485
Net Kar (TL Mn)	1,601	1,126	1,516	1,704	1,946
Hisse Başına Kar (TL)	0.46	0.32	0.43	0.49	0.56

TUT
Hedef Fiyat: 5.90 TL

	TL	US\$
Fiyat	5.73	1.54
BİST 100	87,477	23,582
US\$ (MB Alış):	3.7095	
52 Hafta Yüksek:	5.95	1.68
52 Hafta Düşük:	2.87	0.98
Bloomberg/Reuters Kodu:	EREGL.TI / EREGL.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn): 2,150

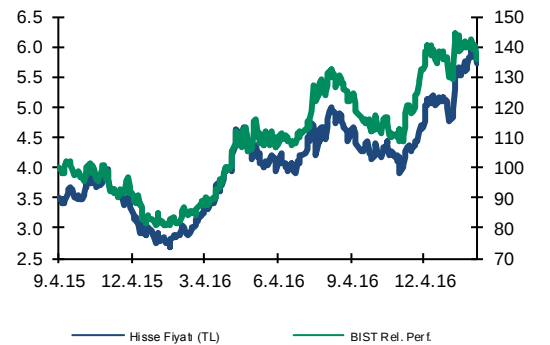
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri :	20,055	5,406
Halka Açık PD :	9,626	2,595

	S1A	YBB	S1Y
TL Getiri (%):	19.1	11.5	87.5
US\$ Getiri (%):	16.4	7.0	48.0
BİST 100 Relatif Getiri (%):	5.0	-0.4	59.0
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	67.55		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	21.92		

Beta	1.00
Yıllık Volatilité (Hisse)	0.34
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0.20

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

Toplam 100.0



Satış hacmi 4Ç16'da belirgin ölçüde artış göstermiştir - Erdemir'in toplam çelik ürünleri satışları, piyasadaki kısa dönem belirsizlik nedeniyle, 3Ç16'da ton bazında önceki yılın aynı dönemine göre %6.4 (bir önceki çeyreğe göre %12.5) oranında azalmıştı. Bunun takibinde, 4Ç16'da Erdemir'in toplam satış hacmi, ertelenmiş olan talebin etkisiyle, bir önceki çeyreğe göre %27.0 oranında artarak 2,406bin ton olarak gerçekleşmiştir. Erdemir, bu dönemde, önceki yılın aynı dönemine göre yıllık %2.2 (bir önceki çeyreğe göre %25.4) artışla 1,462bin ton sıcak haddelenmiş yassı ürün, %3.3 azalışla (bir önceki çeyreğe göre %26.7 artış) 484bin ton soğuk haddelenmiş yassı ürün, ve uzun ürün satışları açısından istisnai kuvvetli bir dönem olan 4Ç15'e kıyasla %14.6 oranında azalışla (bir önceki çeyreğe göre %33.0 artış) 459bin ton uzun ürün satışı gerçekleştirmiştir. Grup'un ortalama sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatları, 4Ç16'da da önceki yılın aynı döneminin US\$ bazında %16.8 üzerinde (bir önceki dönemin %2.9 altında), US\$448/ton olarak gerçekleşmiştir. Soğuk haddelenmiş ve uzun ürün ortalama fiyatları ise önceki yılın aynı döneminin US\$ bazında sırasıyla %9.3 ve %10.9 üzerinde (bir önceki döneme göre ise sırasıyla %1.7 üzerinde ve %0.4 altında), ortalama US\$602/ton ve US\$382/ton olarak gerçekleşmiştir. Böylece Erdemir'in 4Ç16'teki satış gelirleri US\$ bazında önceki yılın aynı dönemine göre %11.7 oranında artarak US\$ 1,146mn olarak gerçekleşmiştir. TL'nin bu dönemde US\$ karşısındaki yaklaşık olarak %13.2 oranındaki değer kaybı neticesinde, Erdemir'in 4Ç16 satış gelirleri, TL bazında önceki yılın aynı dönemine göre %23.0 oranında (bir önceki çeyreğe göre %36.6), artış göstermiş ve Grup bu dönemde TL 3,690mn satış geliri elde etmiştir.

Tablo 1: Erdemir, Anahtar performans indikatörleri

	4Ç 2015	3Ç 2016	4Ç 2016	Çeyrekse % değişim	Yıllık % değişim
Üretim (ton)					
Sıcak haddelenmiş yassı çelik	1,395	1,349	1,319	-2.2%	-5.4%
Soğuk haddelenmiş yassı çelik	447	469	393	-16.2%	-12.2%
Uzun ürünler	516	343	440	28.6%	-14.6%
Satışlar ('000 ton)					
Sıcak haddelenmiş yassı çelik	1,431	1,166	1,462	25.4%	2.2%
Soğuk haddelenmiş yassı çelik	500	382	483	26.7%	-3.3%
Uzun ürünler	538	345	459	33.0%	-14.6%
Fiyat (US\$/ton)					
Sıcak haddelenmiş yassı çelik	383	461	448	-2.9%	16.8%
Soğuk haddelenmiş yassı çelik	551	592	602	1.7%	9.3%
Uzun ürünler	344	384	382	-0.4%	10.9%
FAVÖK/ton					
Yassı ürünler	49	143	121	-15.4%	147.0%
Uzun ürünler	59	118	113	-4.2%	90.6%

Kaynak: Erdemir, Şeker Yatırım tahminleri

Erdemir'in 4Ç16 FAVÖK marjı, yıllık bazda belirgin bir artış (+15.1 y.p.) göstererek %27.5'a ulaştı. Grup'un toplam nihai ürün üretim hacmi, 4Ç16'da yıllık %8.7 oranında azalışla 2,153bin ton'a gerilemiştir. Bu nedenle de, 4Ç16'da metalürjik kömür ve demir cevheri fiyatlarında gerçekleşen yıllık %214 ve %51 (bir önceki çeyreğe göre %98 ve %22) oranındaki artışların etkisinin görece olarak daha sınırlı kalabilmiş olduğunu düşünmekteyiz. Erdemir'in son 5 yıllık FAVÖK marjı ortalaması %20'dir. 4Ç15'te, demir-çelik fiyatlarındaki global ölçekteki düşüş, ve daha düşük fiyatlı ürünlerin ithalatının da artmasıyla, karlılık baskı altında kalmış ve Grup'un FAVÖK marjı %12.4 oranına gerilemiştir. 1Ç16'da da FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe göre 0.6 y.p. gerileyerek %11.8 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 1Ç16'da başlayan ve 2Ç16'nın büyük bir bölümünde devam eden fiyatlardaki hızlı yükseliş neticesinde, Grup'un 2Ç16 FAVÖK marjı yıllık bazda 0.4 y.p. artarak %20.9 oranına yükselmiştir. 3Ç16'da ise yıllık

bazda 10.1 y.p. artarak %29.9'a ulaşmıştır. Metalürjik kömür ve demir cevheri fiyatlarının artarak 4Ç16'da sırasıyla US\$247/ton ve US\$58/ton fiyatlara ulaşmasıyla Erdemir'in 4Ç16 FAVÖK marjının 3Ç16'ya kıyasla gerileme göstermesi beklenmekteydi. Ancak, çelik fiyatlarındaki artış ve hammadde fiyatlarındaki artışın birkaç ay gecikme ile yansıması ve nihai mamul üretimindeki düşüşlerin etkileriyle, Grup'un 4Ç16 FAVÖK marjı 3Ç16'ya göre beklenenden daha az gerileyerek, hesaplamalarımıza göre %27.5 oranında gerçekleşmiştir. Böylelikle Erdemir, hesaplamalarımıza göre, zayıf baz döneminin de etkisi ile 4Ç16'da yıllık %173 (bir önceki çeyreğe göre %25.8) oranında artışla TL1,016mn tutarında FAVÖK elde edebilmiştir. Yassı ürünlerden elde edilen FAVÖK bu dönemde, önceki yılın aynı dönemine göre %147 oranında artarak US\$121/ton olarak gerçekleşmiş; uzun ürünlerden elde edilen FAVÖK ise %90.6 oranında artarak US\$ 113/ton olarak gerçekleşmiştir.

Erdemir'in 4Ç16'da önceki yılın aynı dönemine göre belirgin artışla TL 539mn net kar açıklamıştır. Grup'un net kar marjı, FAVÖK marjındaki yıllık 15.1 y.p. artışa kıyasla, bu çeyrekte görece olarak daha düşük gerçekleşmiş olan finansal gelirler ile 13.3 y.p. olarak gerçekleşmiştir. Erdemir'in net işletme sermayesi gün sayısı, bu dönemde, fiyatlardaki gelişmeler paralelinde artarak 196 olarak gerçekleşmiştir. Grup'un 3Ç16 sonunda TL 158mn olan net nakit pozisyonu ise 4Ç16 sonu itibarıyla TL 667mn net nakit olarak gerçekleşmiştir.

Erdemir henüz 2017 beklentilerini paylaşmamıştır; hedef fiyatımızı pay başına TL 5.90 ve Tavsiyemizi "TUT" olarak korumaktayız. Hâlihazırda, Erdemir'in 2017 yılı satış hacminde hafif artış beklemekte ve ortalama çelik fiyatlarının özellikle 1Y17'de yıllık bazda artış gösterebilmesini ve 2Y17'de dengelenmesini beklemekteyiz. Özellikle TL'deki değer kaybının etkisiyle, Erdemir'in 2017 satış gelirlerinin %30 civarında artarak TL15.2milyar'a ulaşabileceğini beklemekteyiz. Grup'un faaliyet kar marjında iki önemli hammadde olan demir cevheri ve metalürjik kömür fiyatlarındaki artışın etkisinin gözlemlenebileceğini düşünmekte ve halihazırda muhafazakar olarak Grup'un FAVÖK marjının %18.5 civarında gerçekleşebileceğini öngörmekteyiz. Erdemir'in temettü politikasını sürdüreceğini beklemekte ve Şirket hisseleri için 2016 yılı karından dağıtılabilecek temettü veriminin %7.2 oranında gerçekleşebileceğini hesaplamaktayız. Erdemir payları hâlihazırda 2017T 6.9x ve 11.8x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler. Yurt dışı benzerleri ise, sırasıyla 7.2x ve 13.6x çarpanlarla işlem görmektedirler.

Tablo 2: Erdemir, Özet Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2013	2014	2015	2016	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	7,674	8,199	10,235	12,152	19%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	159	169	202	205	2%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	193	194	197	231	17%
Ticari Alacaklar	1,709	1,757	1,633	2,017	24%
Hazır Değerler	761	2,187	2,935	4,587	56%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	3,539	3,428	3,433	4,459	30%
Toplam Aktifler	14,034	15,934	18,634	23,651	27%
Uzun Vadeli Borçlar	2,020	1,348	1,904	1,618	-15%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	832	1,170	1,577	2,147	36%
Kısa Vadeli Borçlar	1,971	2,688	2,033	3,312	63%
Ticari Yükümlülükler	504	417	582	915	57%
Toplam Yükümlülükler	5,328	5,623	6,096	7,991	31%
Toplam Özsermaye	8,707	10,310	12,538	15,660	25%
Toplam Pasifler	14,034	15,934	18,634	23,651	27%

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2013	2014	2015	2016	%Değ
Net Satışlar	9,781	11,484	11,915	11,637	-2%
SMM	7,922	9,046	9,854	9,166	-7%
Brüt Kar	1,859	2,438	2,060	2,470	20%
Faaliyet Giderleri	314	350	425	441	4%
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	1,545	2,088	1,635	2,030	24%
Net Diğer Gelir/Gid.	(7)	6	(45)	73	a.d.
Finansman Gelir/Gid.(-)	(290)	(129)	(155)	169	a.d.
Vergi Öncesi Kar	1,248	1,966	1,436	2,271	58%
Vergi	288	305	274	700	156%
Net Kar (Zarar)	960	1,661	1,162	1,572	35%
Azınlık Payları	40	59	36	55	52%
Ana Ortaklık Payları	920	1,601	1,126	1,516	35%

FİNANSAL ORANLAR	2013	2014	2015	2016
Özsermaye Karlılığı	11.9%	17.5%	9.9%	11.1%
Aktif Karlılığı	7.1%	11.1%	6.7%	7.4%
Brüt Kar Marjı	19.0%	21.2%	17.3%	21.2%
Net Kar Marjı	9.8%	13.9%	9.4%	13.0%
FAVÖK Marjı	19.9%	22.0%	18.4%	23.1%
T.Fin. Borçlar/Özsermaye	40.2%	33.1%	23.7%	16.6%

**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