

Çelik fiyatlarındaki dalgalanmalar şirketlerin karlılıklarını etkiliyor...

7 Temmuz 2006

Türkiye'de demir-çelik sektöründe üretim, 3 adet entegre tesis ve 16 elektrik ark ocaklı tesis olmak üzere toplam 19 tesis tarafından gerçekleştirilmektedir. Toplam 23.6 milyon ton ham çelik üretim kapasitesine sahip olan Türkiye'de toplam demir çelik kapasitenin %87.3'ü uzun ürünler, % 12.7'si ise yassı ürünlerden oluşmaktadır. Türkiye'de uzun ve çelik üretimindeki dengesizlik nedeni ile yurtiçi yassı çelik tüketiminin yaklaşık olarak %40'ı karşılanabilmekte, diğer talep ise yurtdışından sağlanabilmektedir. Dolayısıyla sektörde bu dengesizliği gidermek için yassı ürün üreten Erdemir'deki modernizasyon çalışmaları ve İsdemir'deki yassı ürün üretimine dönüştürüm yatırımları devam ederken, buna ek olarak, bazı Elektrik Ark Ocaklı kuruluşlarının da yassı mamul üretimine yönelik çalışmaları bulunmaktadır.

Türkiye Ham Çelik Kapasitesi

2006 Haziran	TESİS	ÜRÜN	HAM ÇELİK KAPASİTESİ	
			Milyon Ton	%
Tesis Türüne Göre Dağılım	Ark Ocaklı Tesisler	Uzun	17.3	73.3%
	Entegre Tesisler	Yassı+Uzun	6.3	26.7%
	Erdemir	Yassı	3.0	12.7%
	İsdemir	Uzun	2.2	9.3%
	Kardemir	Uzun	1.1	4.7%
	Toplam	Yassı+Uzun	23.6	100.0%
Ürün Cinsine Göre Dağılım		Yassı	3.0	12.7%
		Uzun	20.6	87.3%
	Toplam	Yassı+Uzun	23.6	100.0%

Türkiye, dünya çelik üretiminde 2005 yılında 20.96 milyon ton çelik üretimi ile 11.sırada yer almıştır. 1Ç06 itibariyle ham çelik üretimi, geçen yılın aynı dönemine göre %8.8 oranında artış göstererek, 5.4 milyon ton seviyesine ulaşmış, söz konusu üretim rakamı ile Türkiye, 285 milyon tonluk dünya ham çelik üretimi içerisinde, 11. sıradaki yerini korumuştur.

Dünya Ham Çelik Üretimi

Sıra	Ülke	2004	2005	1Ç06
1	Çin	272.5	348.5	92.5
2	Japonya	112.7	112.5	28.0
3	ABD	98.9	93.6	24.7
4	Rusya	65.6	64.5	16.6
5	Güney Kore	47.5	47.7	11.6
6	Almanya	46.4	44.5	11.3
7	Hindistan	32.6	39.1	10.6
8	Ukrayna	38.7	38.7	9.4
9	Brezilya	32.9	31.6	7.2
10	İtalya	28.4	28.8	7.8
11	TÜRKİYE	20.5	21.0	5.4
12	Fransa	20.8	19.6	5.2
13	Tayvan	19.5	19.1	4.6
14	İspanya	17.7	17.6	4.1
15	Meksika	16.7	16.2	4.1
	Toplam	1057	1106	285

Kaynak: Worldsteel

1Ç06 itibariyle Türkiye toplam ham çelik ihracatı 1Ç05'e göre %6.2 oranında artışla 2.9 milyon ton, ham çelik ithalatı ise %10.7 oranında artışla, 2.4 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kapsam Altındaki Şirketler

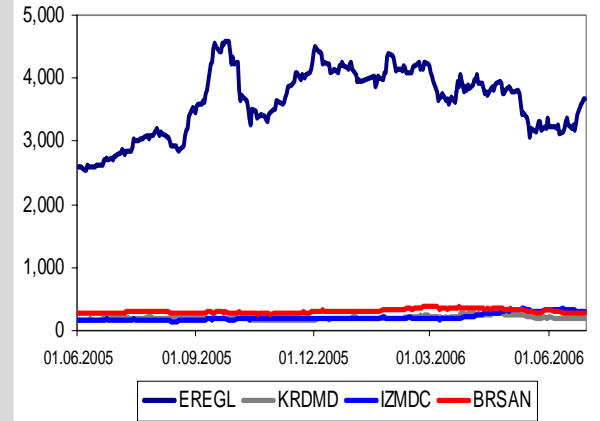
Şirket	Reuters Kodu	Öneri
Erdemir	EREGL.IS	AL
Kardemir	KRDMD.IS	TUT
İzmir Demir Çelik	IZMDC.IS	SAT
Borusan Boru	BRSAN.IS	AL

Hisse Performans

5.04

Şirket	1 Ay	3 Ay	YGB	İMKB Rel.
EREGL	14.3%	-4.6%	-12.6%	15.2%
KRDMD	-5.6%	-27.1%	-8.9%	-12.0%
IZMDC	-6.0%	33.9%	58.6%	61.7%
BRSAN	-5.6%	-17.4%	-7.2%	-0.2%

PD (Bin YTL)



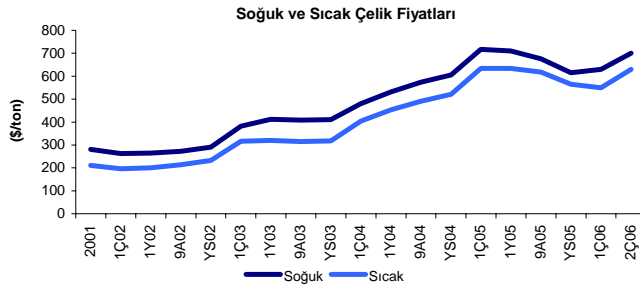
UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Finansallar (Bin YTL)					Marjlar						
Şirket	İMKB Kodu	Satış Gelirleri			Net Kar			FAVÖK Marjı		Net Kar Marjı	
		2005	2006T	Değ.	2005	2006T	Değ.	2005	2006T	2005	2006T
ERDEMİR	EREGL	4,166,907	3,967,708	-5%	193,392	93,811	-51%	18.9%	14.3%	4.6%	2.4%
KARDEMİR	KRDMD	491,014	540,295	10%	6,532	-12,205	-	7.4%	2.1%	1.3%	-
İZMİR DEMİR ÇELİK	IZMDC	442,253	622,241	41%	12,740	13,865	9%	2.2%	3.2%	2.9%	2.2%
BORUSAN BORU	BRSAN	578,258	616,032	7%	19,225	20,390	6%	5.9%	7.6%	3.3%	3.3%

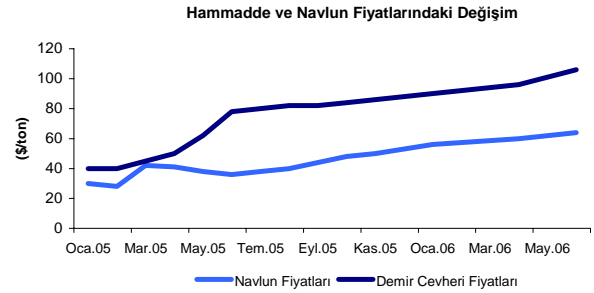
Genel Beklentiler ve Riskler

Son yıllarda demir çelik sektöründe çelik ve hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar şirketlerin karlılıkları üzerinde belirleyici olmuştur. Global çelik fiyatları, Çin'deki gelişmelere bağlı bir seyir izlemektedir. 2002 yılının ikinci yarısından itibaren başta Çin olmak üzere artan talep nedeniyle sürekli artış gösteren çelik fiyatları, 2005 yılının ilk yarısına kadar yükselişini kademeli olarak sürdürmüştü ve rekor seviyelere ulaşmıştır. Bu durum ise demir-çelik sektörünün 2003 ve 2004 yıllarında altın çağını yaşamasına neden olmuş, sektör şirketlerinin karlılıklarına olumlu yansımıştır. Ancak, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren çelik fiyatlarındaki düşümlere bağlı olarak şirket karlılıklarında azalma görülmüştür. 2005 yılında 350 milyon ton seviyesinde ham çelik üretimi ile tek başına dünya ham çelik üretiminin % 31'ini gerçekleştiren ve 2004 yılına göre üretimini 78 milyon ton civarında arttıran Çin'in yüksek oranlı üretim artışları, bir taraftan global girdi fiyatlarını arttırırken, diğer taraftan da ihtiyacın üzerinde çelik üretimi yapılmasına neden olmuştur. Bir süre sonra bunun sonucu olarak piyasalarda arz fazlalığı oluşurken, bu durum çelik fiyatlarının da düşmesini sağlamıştır. AB ve ABD başta olmak üzere çelik pazarındaki talep daralması ile dünya genelinde stokların artması da çelik fiyatlarının düşmesinde etkili olmuştur. Buna ek olarak Çin'in artan çelik üretimi ile birlikte artan hammadde talebi dünyanın önde gelen hammadde üreticilerinin hammadde fiyatlarını 2002 yılından bu yana ortalama %70'lere varan oranlarda artırmasına yol açmıştır. Demir cevheri ve navlun gibi hammadde fiyatlarındaki artışa rağmen bunun ürün fiyatlarına aynı oranda yansımaması, hatta ürün fiyatlarının düşmesi, çelik üreticilerinin maliyetlerini olumsuz etkilemiş ve çelik üreticilerinin son dönemlerde karlılıklarının azalmasına neden olmuştur.

Çelik fiyatları 2006 yılının ilk çeyreğinde ise 2005 yıl sonuna göre yatay bir seyir izlemiştir. Ancak, ikinci çeyrek ile birlikte stokların azalması, Çin, Hindistan ve diğer Asya ülkelerindeki demir-çelik taleplerindeki artış ve emtia spekülörlerinin ürünler üzerindeki uzun vadeli fiyatlarının yukarı yönde olması, **demir çelik fiyatlarının 2006'da tekrar yükselişe geçmesine neden olmuştur.** Haziran sonu itibarıyla soğuk çelik fiyatları YS05'e göre %14 artışla 700 dolar/ton, sıcak çelik fiyatları ise %12 artışla 630 dolar/ton seviyesine ulaşmıştır. Çelik fiyatlarındaki bu artışın ikinci çeyrek mali tablolarında şirket satış gelirlerine olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.



Kaynak: Erdemir, IISI World Steel



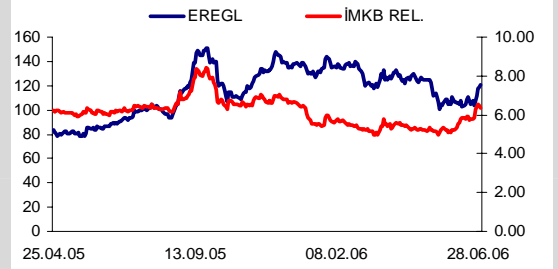
Diğer yandan çelik fiyatlarındaki artışla beraber hammadde fiyatlarındaki artış da 2006 yılında devam etmiştir. Son 3 ay içerisinde, hurda fiyatları % 20'nin üzerinde artış gösterirken, demir cevheri fiyatları %24 yükselmiştir. Bu durum ise şirket maliyetlerine olumsuz yansımış, şirket marjlarını daraltmıştır. Ancak, son dönemlerde artan çelik fiyatlarının, maliyetlerin satışlar üzerindeki etkisini kısmen de olsa azaltacağını düşünüyoruz.

Dünya çelik piyasalarındaki dalgalanmalar, son yıllarda global düzeyde konsolidasyon çalışmalarının hız kazanmasına yol açmıştır. Özellikle son dönemlerde sektörde artan maliyetler çelik üreticilerini hammadde yatırımlarına ve tedarikçilerle uzun vadeli iş birliklerine yöneltmiştir. Maliyetlerdeki bu artışın sürmesi halinde konsolidasyon ihtiyacının her geçen gün artmaya devam edeceğini bekliyoruz. Bu bağlamda dünyanın en büyük çelik üreticileri arasında yer alan Mittal, geçtiğimiz ay içerisinde Avrupa'nın en büyük çelik üreticisi olan Arcelor'u 25.6 milyar Euro'ya satın almıştır. Bu durumun, dünya çelik sektöründeki konsolidasyonun daha da hızlanarak devam edeceğini gösterdiğini düşünüyoruz.

Sektörde süren konsolidasyon çalışmalarının Türk demir çelik sektöründe de sürmesini bekliyoruz. Bu bağlamda global çelik üreticileri, Türk çelik piyasasına da girmek ve Türkiye'deki potansiyeli değerlendirmek istediklerini açıklamışlardır. Nitekim, 2005 yılında özelleştirme kapsamında Erdemir'in kontrolünü satın alan Oyak Grubu, Arcelor ile ortaklık anlaşması yapmış ancak, Rekabet Kurulu'ndan izin almasının mümkün olmadığı anlaşılınca bundan vazgeçmiştir. Oyak Grubu'nun Arcelor ile gerçekleştirmeye çalıştığı bu stratejik ortaklık çalışmasının, önümüzdeki dönemlerde de global çelik üreticileri arasındaki konsolidasyon çalışmalarına bağlı olarak süreceğini düşünüyoruz.

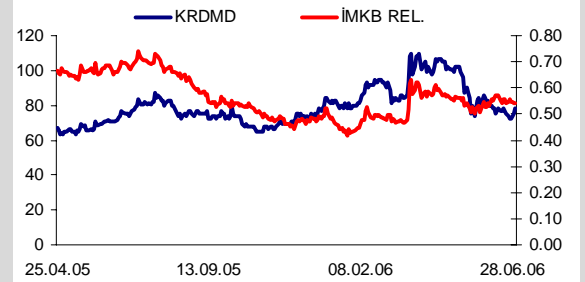
ŞİRKETLER İLE İLGİLİ GELİŞMELER

ERDEMİR: (AL) İsdemir ile birlikte toplam 5.2 milyon ton/yıl ham çelik üretim kapasitesine sahip bulunan Erdemir, Türkiye yassı çelik ihtiyacının yaklaşık yarısını karşılamaktadır. İsdemir'deki dönüştürme yatırımları ve iyileştirme yatırımlarını sürdüren Erdemir, üretim kapasitesini 2007 yılında toplam 7 milyon ton/yıl, 2010 yılında ise 10 milyon ton seviyesine çıkarmayı planlamaktadır. Bu kapsamda şirket, İsdemir'e 2009 yılına kadar 2 milyar dolar yatırım yapmayı hedeflemektedir.



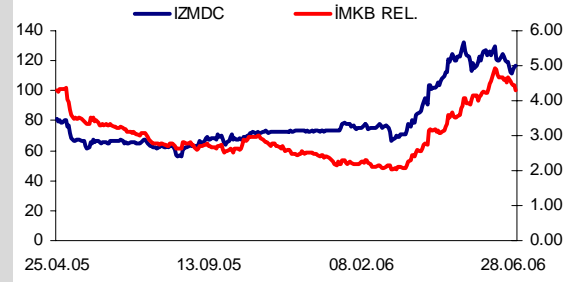
Şirketin çelik fiyatlarındaki dalgalanma, hammadde maliyetlerindeki artış ve muhasebe sisteminde yapılan değişiklik sonrasında 1Ç05'te 171 mn YTL olan net kar rakamı 1Ç06'da 27.5 mn YTL seviyesine gerilemiştir. Ancak, global çelik fiyatlarındaki artışa bağlı olarak Mayıs ve Haziran ayında ürün fiyatlarına zam yapan Erdemir'in bu durumun ilk yarı yıl mali tablolarına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Erdemir'in yıl sonunda net satış gelirlerinin 3,9 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Ancak, Erdemir, İsdemir ve kendi yatırımları için kullanmak üzere 2005 yılında sağladığı 760 milyon dolar uzun vadeli krediden sonra, 1Ç06 itibarıyla 645 milyon dolar borç pozisyonuna sahip bulunmaktadır. Dolayısıyla, 2Ç'de gösterge niteliğindeki yabancı paraların YTL karşısında değer kazanmış olması sonrası artan kur farkı zararının şirket karlılığına olumsuz yansıtılabileceğini bekliyoruz. Piyasalardaki son dalgalanmalar sonrasında 2,4 milyar dolar cari piyasa değeri ile işlem gören Erdemir'in İNA analizine göre hedef piyasa değerini 2,75 milyar dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Diğer yandan, Oyak Grubu'nun Erdemir için bir yabancı ortak ile görüşmesinin hisse üzerinde beklenti yaratabileceğini düşünüyoruz.

KARDEMİR: (TUT) Halen Türkiye'nin tek ray ve büyük boy profil üreticisi konumunda bulunan Kardemir, yıllık 1.1 milyon ton kapasitesi ile uzun demir çelik üretimi gerçekleştirmektedir. 2005 yılı içinde başlatmış olduğu kapasite artırımı çalışmaları kapsamında 57 milyon Euro tutarında ray haddehanesi yatırımına başlayan şirket, 2008 yılına kadar yıllık kapasitesini 1,5 tona çıkarmayı hedeflemektedir. Kardemir, demir çelik sektöründe demir cevheri başta olmak üzere artan hammadde fiyatlarından en fazla etkilenen şirketlerin başında gelmiştir.



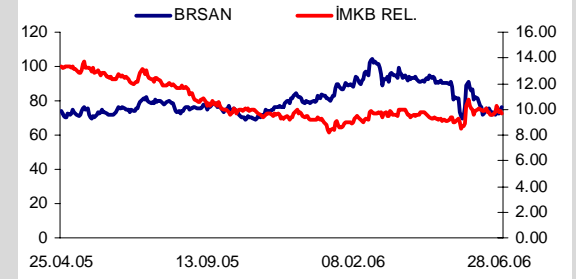
2006 yılı ilk çeyrek itibarıyla net satışlarını geçen seneye göre %20 artırarak 144 milyon YTL seviyesine çıkarılmasına rağmen, hammadde fiyatları sonrası artan maliyetler şirketin ilk çeyreği 7 milyon esas faaliyet zararı ile kapatmasına neden olmuştur. Dolayısıyla 1Ç05'te 12 milyon kar açıklayan şirket ilk çeyrekte 8 milyon YTL zarar açıklamıştır. Her ne kadar, çelik fiyatlarındaki artışın net satış gelirlerine olumlu yansımalarını beklessek de, hammadde fiyatlarındaki artışın 2Ç'de sürmesi nedeniyle şirketin maliyetlerindeki artışın şirketin karlılığını olumsuz etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz. İNA analizine göre şirketin hedef piyasa değerini 130 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız.

İZMİR DEMİR ÇELİK: (SAT) 850 bin ton çelikhane ve 760 bin ton haddehane kapasitesine sahip olan şirket, Türkiye ham çelik üretiminde %3.6 pazar payına sahip bulunmaktadır. Şirket için en büyük gelişme İş Bankası'nın, İzmir Demir Çelik'te sahip olduğu %54.68 oranındaki hissesini 2005 son çeyreğinde Şahin-Koç Çelik Sanayi'ye 79.05 milyon dolar peşin bedelle satması olmuştur. Şahin-Koç Çelik daha sonra İzmir Demir Çelik'te diğer ortaklara çağrı yoluyla şirket hisselerini toplarken, Şahin-Koç Çelik'in şirket hissesindeki payı %75.52 seviyesine yükselmiştir.



İhracat ağırlıklı çalışan şirket miktar bazında satışlarının %86'sını ihraç ederken, toplam satış gelirlerinin de %87'sini yurtdışı satış gelirlerinden sağlamaktadır. İlk çeyrekte diğer çelik üreticileri gibi çelik fiyatlarındaki dalgalanma ve özellikle hammadde fiyatlarındaki yükselişten olumsuz etkilenen İzmir Demir Çelik'in net karlılığı da geçtiğimiz yıla göre azalma göstermiştir. 1Ç05'te 9 milyon YTL kar açıklayan şirketin karı 1Ç06'da 4 milyon YTL seviyesine gerilemiştir. Demir çelik fiyatlarının 2Ç'de yükselişe geçmesinin şirketin net satış gelirlerine olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Diğer yandan ihracat ağırlıklı çalışan İzmir Demir Çelik'in özellikle 2Ç'de dövizin YTL karşısında değer kazanmasının net satışlarına ve karlılığına olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Ancak İzmir Demir Çelik'in İNA analizine göre hedef piyasa değerini 180 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Cari piyasa değerine göre %10 primli işlem gördüğünü düşündüğümüz şirket, ayrıca yıl başına göre İMKB'ye göre relatif olarak %58 getiri sağlamıştır.

BORUSAN BORU: (AL) Toplam 750 bin ton üretim kapasitesi ile şirket Avrupa'nın en büyük ilk 5 çelik boru üreticisinden biri konumunda bulunmaktadır. Şirket 750 bin ton üretim kapasitesinin 550 bin ton seviyesi ile boyuna kaynaklı çelik boru, 200 bin tonu ile de ise spiral kaynaklı boru üretimi gerçekleştirmektedir. Su-doğalgaz boru satışları şirketin miktar bazında satışlarında önemli bir yer tutarken bunu, basınç, spiral kaynaklı borular, özel ve inşaat boruları izlemektedir.



2008 yılına kadar katma değeri yüksek spiral kaynaklı çelik boru üretimi kapasitesini artırmayı planlayan şirket, artan kapasitesine bağlı olarak net satış gelirlerini artırmayı hedeflemektedir. Son yıllarda inşaat sektöründeki büyümeden olumlu etkilenen Borusan Boru'nun inşaat sektöründeki büyümenin 2006 yılında devamı ve 2Ç'de tekrar yükselişe geçen çelik boru fiyatlarının etkisiyle YS06'da net satış gelirlerini 440 milyon dolar seviyesine çıkaracağını tahmin ediyoruz. Cari piyasa değeri 188 milyon dolar seviyesinde bulunan şirketin İNA analizine göre hedef piyasa değerini 230 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Cari piyasa değerine göre 27% prim potansiyeli taşıması nedeniyle şirket hisselerine alım yapılabilirliğini düşünüyoruz.

Değerleme Özeti (06/07/2006)

Şirket	Fiyat	PD	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K		PD/Ciro		Hedef Değer(YTL)	Prim Pot. %	Öneri
					2005	2006T	2005	2006T			
EREGL	7.25	3,537,072	0.75	35.83	18.29	37.70	0.85	0.89	4,254,124	20.3%	AL
KRDMD	0.51	191,977	0.87	81.48	29.39	-	0.39	0.36	201,412	4.9%	TUT
IZMDC	4.82	300,045	1.54	38.67	23.55	21.64	0.68	0.48	277,478	-7.5%	SAT
BRSAN	9.80	277,830	1.27	19.01	14.45	13.63	0.48	0.45	352,120	26.7%	AL

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.