

# Erdemir

## Sağlam operasyonel performans ve beklentilerin üzerinde net karlılık

R. Fulin Önder  
Analist  
fonder@sekeryatirim.com

Erdemir, 2Ç17’de, çelik fiyatlarının kuvvetli seyri, sağlam FAVÖK marjı, zayıf baz etkisi ve görece olarak daha düşük vergi giderleri kaydetmiş olması nedenleriyle önceki yılın 2.7x katında, TL867mn net kar açıklamıştır. Erdemir’in satış gelirleri, artan çelik fiyatları (US\$ bazında yıllık +%34), artan satış hacmi (yıllık +%6.1%) ve TL’nin değer kaybı (US\$ karşısında yıllık %24) nedeniyle yıllık %75.5 artış göstererek, piyasa ortalama beklentisi olan TL4,392mn’un üzerinde (Şeker Yatırım T.: TL4,268mn), TL4,684mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında Grup, 2Ç17’de, piyasa ortalama beklentisi olan TL1,199mn’a (Şeker Yatırım T.: TL 1,187mn) paralel olarak, geçtiğimiz yılın aynı döneminin 2.2x katında (bir önceki çeyreğe göre %8 azalışla) TL1,209mn tutarında FAVÖK elde etmiştir. Erdemir, büyük ölçüde FAVÖK’ünde gerçekleşmiş olan bu artış ile, ve ayrıca efektif vergi oranının görece olarak düşük, %8.7 oranında gerçekleşmiş olması sonucunda, piyasa ortalama beklentileri dâhilinde, ancak ortalama beklenti olan TL 811mn’un üzerinde, önceki yılın 2.7x katında, TL 867mn tutarında net kar elde etmiştir. Şirket’in vergi öncesi net karı, beklentilerimize paralel gerçekleşmiştir. Bunun yanında Erdemir’in net işletme sermayesi çevrim günleri 185’e gerilemiştir. Grup, 5 Nisan 2017’de brüt TL1,435mn tutarında nakit kar payı ödemesi gerçekleştirmiştir. Böylelikle, 1Ç17 sonunda TL1,028mn olan net nakit pozisyonu 2Ç17 sonunda TL225mn’a gerilemiştir. Açıklanan sonuçların Grup payları performansını olumlu etkilemesini beklemekteyiz.

Erdemir için hedef fiyatımızı pay başına TL8.00’e yükseltmekte ve Grup payları üzerindeki “TUT” tavsiyemizi sürdürmekteyiz - Çelik fiyatları, demir cevheri ve metalürjik kömür fiyatlarının gidişatları ve 1Y17 gerçekleştirmeleri ile tahminlerimizi yenileyerek, ve Grup’un benzerlerine göre değerlemesine, yurt dışı eşleniklerinin 2018T FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve FK tahminlerini ekleyerek, Erdemir payları için TL8.00 hedef fiyata ulaşmaktayız. Erdemir payları, tahminlerimize göre 2017T 5.6x ve 8.7x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla, yurt dışı eşlenikleri ise sırasıyla 6.6x ve 12.6x çarpanlar ile işlem görmektedirler. Grup payları üzerindeki “TUT” tavsiyemizi sürdürmekteyiz.

	2015	2016	1Y 2016	1Y 2017	2017T
F/K	24.2	17.9	32.6	9.7	8.7
FD/FAVÖK	12.7	10.4	15.5	6.4	5.6
FD/Satışlar	2.3	2.4	2.5	1.8	1.6
PD/DD	2.2	1.8	2.4	1.8	1.6
Net Satışlar (TL Mn)	11,915	11,637	5,245	8,875	17,966
Net Kar (TL Mn)	1,126	1,516	482	1,769	3,217
Hisse Başına Kar (TL)	0.32	0.43	0.14	0.51	0.92

TUT  
Hedef Fiyat: TL 8.00  
Önceki Hedef Fiyat: TL 6.30

	TL	US\$
Fiyat	8.03	2.27
BİST 100	108,715	30,724
US\$ (MB Alış):	3.5384	
52 Hafta Yüksek:	8.24	2.33
52 Hafta Düşük:	3.62	1.16
Bloomberg/Reuters Kodu:	EREGL.TI/ EREGL.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn): 2,150

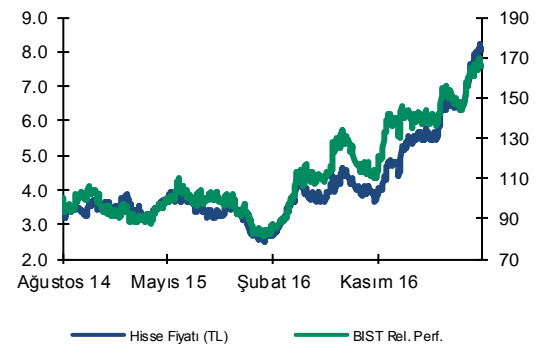
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri :	28,525	8,062
Halka Açık PD :	13,692	3,870

	S1A	YBB	S1Y
TL Getiri (%):	13.7	67.7	73.1
US\$ Getiri (%):	16.8	67.9	46.5
BİST 100 Relatif Getiri (%):	4.7	20.5	25.0
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	94.71		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	27.23		

Beta	1.09
Yıllık Volatilité (Hisse)	0.28
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0.15

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

Toplam 100.0



**2Ç17 satışları, çelik fiyatlarının kuvvetli seyri ve hacim artışıyla US\$ bazında %42 oranında artış göstermiştir** - Erdemir'in 2Ç17 toplam çelik ürünleri satış hacmi, bir önceki çeyreğe göre %10.9, yıllık bazda ise %6.1 oranında artarak 2,296bin ton'a ulaşmıştır. Erdemir'in sıcak haddelenmiş yassı ürün satışları, bu dönemde, yıllık %14.1 (bir önceki çeyreğe göre %11.9) artarak 1,467bin ton'a ulaşmıştır. Soğuk haddelenmiş ürün satışları ise bir önceki çeyreğe kıyasla %6.0 oranında artarken, yıllık %1.6 azalarak 468bin ton olarak gerçekleşmiştir. Uzun ürünlerde ise hacim azalışı, 2Ç16'nın uzun ürün satış hacmi açısından kuvvetli bir baz dönemi oluşturması nedeniyle, daha belirgin olarak gerçekleşmiş, 2Ç17 uzun ürünler satış hacmi yıllık bazda %10.7 azalırken, bir önceki çeyreğe göre %14.4 oranında artarak 343bin ton olarak gerçekleşmiştir. Grup'un sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatları, 2Ç17'de US\$ bazında yıllık %44.4 (bir önceki döneme göre %4.4) artarak ortalama US\$543/ton olarak gerçekleşmiştir. Soğuk haddelenmiş ve uzun ürün ortalama fiyatları ise US\$ bazında sırasıyla yıllık %28.8 ve %14.8 artışlarla (bir önceki döneme göre ise sırasıyla %5.4 ve %4.4 artışlarla), ortalama US\$694/ton ve US\$452/ton olarak gerçekleşmiştir. Böylece Erdemir'in 2Ç17'deki satış gelirleri US\$ bazında önceki yılın aynı dönemine göre %41.7 (bir önceki döneme göre %15.0) oranında artarak US\$1,306mn olarak gerçekleşmiştir. TL'nin bu dönemde US\$ karşısındaki yaklaşık olarak yıllık bazda %24 oranındaki değer kaybı sonucunda da, Erdemir'in TL bazındaki 2Ç17 satış gelirleri, önceki yılın aynı döneminin %75.5 üzerinde (bir önceki çeyreğe göre %11.8 artışla) TL 4,684mn olarak gerçekleşmiştir.

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

	2Ç 2016	1Ç 2017	2Ç 2017	Çeyreksel % değişim	Yıllık % değişim
<b>Üretim ('000 ton)</b>					
Sıcak haddelenmiş yassı çelik	1,258	1,391	1,505	3.7%	19.6%
Soğuk haddelenmiş yassı çelik	461	466	443	-5.0%	-4.1%
Uzun ürünler	392	298	329	10.5%	-16.1%
<b>Satışlar ('000 ton)</b>					
Sıcak haddelenmiş yassı çelik	1,285	1,286	1,467	11.9%	14.1%
Soğuk haddelenmiş yassı çelik	494	459	459	6.0%	-1.6%
Uzun ürünler	384	300	343	14.4%	-10.7%
<b>Fiyat (US\$/ton)</b>					
Sıcak haddelenmiş yassı çelik	376	520	543	4.4%	44.4%
Soğuk haddelenmiş yassı çelik	538	658	694	5.4%	28.8%
Uzun ürünler	393	433	452	4.4%	14.8%
<b>FAVÖK/ton</b>	85	174	141	-19.0%	65.9%

Kaynak: Erdemir, Şeker Yatırım tahminleri

**Erdemir'in 2Ç17 FAVÖK marjı, 1Ç17'deki rekor %31.3 seviyesinden sonra, 2Ç17'de de geçmiş yıllar ortalamalarına göre sağlam, %25.8 oranında gerçekleşmiştir.** Esas itibarıyla çelik fiyatlarındaki artış nedeniyle, ve üretim ve hammadde satın alım planlamalarının ve Avrupa'ya yönelik artan ihracatın da olumlu etkileriyle, Erdemir'in karlılığı üzerinde, metalürjik kömür ve demir cevheri fiyatlarında, 1Ç17'de gerçekleşen yıllık %122 ve %75 (2Ç17: sırasıyla yıllık -1% ve -%26) oranlarındaki değişimlerin etkisi sınırlı kalabilmiştir. Böylelikle Erdemir, 2Ç17'de de %25.8 oranında, sağlam bir FAVÖK marjı elde edebilmiştir. Grup ürünlerinden ton başına elde edilen FAVÖK, bu dönemde, yıllık %66 oranında artışla (bir önceki döneme göre %19.0 azalışla) US\$141/ton olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle Erdemir, hesaplamalarımıza göre, zayıf baz döneminin de etkisi ile 2Ç17'de bir önceki yılın aynı döneminin 2.2x katı kadar, TL1,209mn tutarında FAVÖK elde edebilmiştir.

**Kuvvetli operasyonel performans ve daha düşük vergi giderleri kaydedilmiş olması ile net kar, bir önceki yılın aynı döneminin 2.7 katında, TL867mn olarak gerçekleşmiştir** - Erdemir'in net kar marjı, büyük ölçüde FAVÖK marjındaki yıllık 4.9 y.p. artışın etkisiyle, yıllık 6.6 y.p. artış (bir önceki döneme göre 3.0 y.p. azalış) göstererek %18.5 olarak gerçekleşmiştir. Erdemir'in 2Ç17 net diğer faaliyet gelirleri, TL26.1mn tutarındaki konusu kalmayan karşılıkların gelir olarak kaydedilmesi ile, önceki yılın aynı döneminin 4.0x katında, TL36.6mn olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık, 2Ç16'da kaydedilen TL67.0mn tutarındaki net kur farkı gelirlerine kıyasla 2Ç17'de TL83.5mn tutarında net kur farkı giderleri kaydedilmiş olması nedeniyle Grup, 2Ç16'daki TL48.9mn tutarındaki net finansal gelirlerine kıyasla 2Ç17'de TL77.5mn tutarında net finansal gider kaydetmiştir. Böylelikle Erdemir'in vergi öncesi karı bir önceki yılın aynı döneminin 2.1 katı tutarında, TL986mn olarak gerçekleşebilmiştir. Grup'un efektif vergi oranının 2Ç17'de %8.7 olarak gerçekleşmesiyle (2Ç16: %28.7; 2016: %30.8), net kar marjı yıllık 6.6 y.p. artış göstermiştir. Erdemir'in 2Ç17 net karı böylece, önceki yılın aynı döneminin 2.7 katında, TL867mn olarak gerçekleşmiştir. Erdemir'in net işletme sermayesi gün sayısı, bu dönemde 185'e gerilemiştir. Grup'un 1Ç17 sonunda TL1,028mn olan net nakit pozisyonu, büyük ölçüde Nisan ayındaki TL1,435mn tutarındaki brüt nakit kar payı ödemesi ile 2Ç17 sonu itibarıyla TL225mn'a gerilemiştir.

**Erdemir için hedef fiyatımızı pay başına TL8.00'e yükseltmekte ve Grup payları üzerindeki "TUT" tavsiyemizi sürdürmekteyiz** - Erdemir'in 1Y17 gerçekleştirmeleri ile beraber, metalürjik kömür, demir cevheri ve çelik fiyatları beklentilerimizi halihazırdaki pazar dinamiklerine göre revize ederek, yakın dönem tahminlerimizi yukarı yönde güncellemekte, ve Şirket'in benzerlerine görece değerlemesinde, benzerlerinin 2018T FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve FK çarpanlarının da etkisiyle pay başına TL8.00 hedef fiyata ulaşmaktayız. Tahminlerimize göre Erdemir payları, 2017T 5.6x ve 8.7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedirler; yurt dışı eşlenikleri ise, sırasıyla 6.6 ve 12.6x çarpanlar ile işlem görmektedirler. Grup payları üzerindeki "TUT" tavsiyemizi sürdürmekteyiz.

**Tablo 2: Erdemir, Özet Finansal Tablolar**

<b>BİLANÇO (TL Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>1Y16</b>	<b>1Y17</b>	<b>%Değ</b>
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>

<b>GELİR TABLOSU (TL Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>1Y16</b>	<b>1Y17</b>	<b>%Değ</b>
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

<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>1Y16</b>	<b>1Y17</b>
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 dayanılarak 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)