

Kardemir

Beklentilerin üzerinde operasyonel performans ve net karlılık

R. Fulin Önder

Analist

fonder@sekeryatirim.com

Kardemir, 4Ç17'de operasyonel performansının beklentilerin de ötesinde iyileşme gerçekleştirmiş olması ve ertelenmiş vergi gelirleri kaydetmiş olması nedeniyle, piyasa ortalama beklentisi olan 61mn TL 'nin üzerinde (Şeker Yatırım T.: 52mn TL), 71.1mn TL net kar açıklamıştır. Kardemir, 4Ç17'de, yıllık %51.2, bir önceki çeyreğe göre %21.0 artışla piyasa ortalama beklentisi olan 1,134mn TL'ye benzer olarak (Şeker Yatırım T.: 1,159mn TL), 1,154mn TL tutarında satış geliri elde etmiştir. Şirket'in FAVÖK'ü ise, yıllık %200 ve bir önceki çeyreğe göre %73 artarak piyasa ortalama beklentisi olan 255mn TL'nin (Şeker Yatırım T.: 273mn TL) üzerinde, 304mn TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı yıllık 13.1 y.p. artarak, oldukça kuvvetli, %26.5 olarak gerçekleşmiştir. Kardemir, 4Ç17'de TL'nin US\$ ve EUR karşısında değer kaybı nedeniyle, büyük ölçüde bilançosundaki US\$ ve EUR açık pozisyonlarına bağlı olarak, 100.1mn TL tutarında net kur farkı giderleri kaydetmiş, ancak net finansal giderleri yıllık %40 azalarak 137.2mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket, bu dönemde, ayrıca 19.0mn TL tutarında ertelenmiş vergi geliri kaydetmiştir. Bu gelişmeler sonucunda Kardemir'in net karı, 4Ç16'da kaydedilen 135.0mn TL net zarara kıyasla belirgin iyileşme göstererek 71.1mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in net borçlülüğü azalmaya devam ederek 4Ç17 sonunda 0.9mlr TL'ye gerilemiştir. Böylelikle net borç/FAVÖK oranı da gerilemeye devam ederek 4Ç17 sonunda 1.25x olarak gerçekleşmiştir (3Ç17 sonu: 2.1x). Açıklanan sonuçlar, Şirket payları performansını olumlu etkileyebilecektir.

Satış gelirlerindeki kuvvetli artış devam etmiş, FAVÖK marjı ise yıllık 13.1 y.p. büyüme göstermiştir - Kardemir'in 4Ç17 satış hacmi, kuvvetli bir baz dönemi üzerine, yıllık yaklaşık %7 oranında azalış (bir önceki çeyreğe göre %4.3 artış) göstermiştir. Satış gelirleri ise, çelik fiyatlarının kuvvetli seyri, ürün miksinde katma değerli ürünlerin payının artması ve TL'deki değer kaybının etkileriyle, yıllık %51.2, bir önceki döneme göre %20.1 artarak 1,154mn TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK, hesaplamalarımıza göre yıllık %200 artışla 304mn TL'ye ulaşmış; FAVÖK marjı, 4Ç17'de yıllık bir önceki dönemin 13.1 y.p. üzerinde (bir önceki çeyreğe göre 7.9 y.p. artışla) oldukça kuvvetli, %26.5 olarak gerçekleşmiştir. 4Ç17 sonu itibarıyla Kardemir'in bilançosunda US\$346mn ve EUR172mn açık pozisyonu bulunmaktadır. TL'nin US\$ ve EUR karşısında görece olarak değer kaybının neticesinde Şirket, bu açık pozisyonuna bağlı olarak 4Ç17'de net 100.9mn tutarında kur farkı gideri kaydetmiştir (4Ç16: 221.3mn TL). Böylelikle net finansal giderleri, yıllık %40 azalarak 137.7mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, Şirket'in 17.7mn TL net vergi geliri kaydetmiş olmasıyla da birlikte net karı, yıllık belirgin bir artışla 71.1mn TL'ye ulaşmıştır.

Kardemir D payları için 12 aylık hedef fiyatımızı hâlihazırda pay başına 3.75 TL korumakta ve "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz. Çelik fiyatları, özellikle Çin'in çevresel nedenler ile üretimini azaltmış olmasıyla 2018 yılının ilk aylarında da kuvvetli seyrini sürdürmüştür. Kardemir için, daha uygun fiyatlamalar ile demir cevheri temini olanağını da gözleterek olumlu yakın dönem beklentilerimizi sürdürmekteyiz. Şirket, önümüzdeki hafta bir analist toplantısı planlamaktadır. Bu toplantıda 2018 yılı öngörülerinin paylaşılmasını beklemekteyiz. KRDM D payları, tahminlerimize göre hâlihazırda 2018T 6.4x FD/FAVÖK çarpanıyla, yurt dışı benzerleri ise 6.8x çarpan ile işlem görmektedirler.

	2015	2016	2017	2018T
F/K	n.m.	n.m.	15.5	18.1
FD/FAVÖK	22.7	15.3	6.6	6.4
PD/DD	2.2	2.1	1.2	1.1
FD/Satışlar	1.7	1.7	1.6	1.5
Net Satışlar (TL Mn)	2,231	2,337	3,973	4,275
Net Kar (TL Mn)	(211)	(124)	252	215
Hisse Başına Kar (TL)	(0.02)	(0.11)	0.22	0.19

AL
Hedef Fiyat: 3.75 TL

	TL	US\$
Fiyat	3.42	0.90
BIST 100	117,632	30,889
US\$ (MB Alış):	3.8082	
52 Hafta Yüksek:	3.45	0.91
52 Hafta Düşük:	1.12	0.30
Bloomberg/Reuters Kodu:	KRDM.D.TI / KRDM.D.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn): 1,140.0

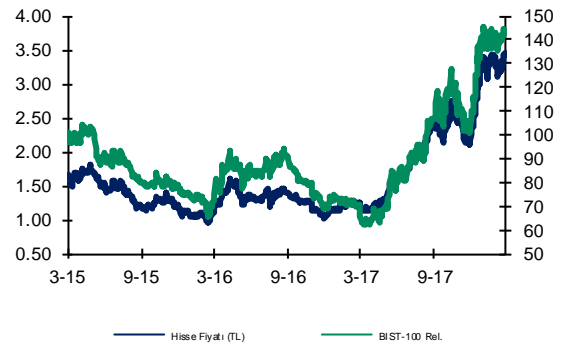
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	2,668	701
Halka Açık PD:	2,375	624

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	0.3	175.8	6.5
US\$ Getiri (%):	-1.1	163.0	5.5
BIST 100 Relatif Getiri (%):	1.5	109.4	4.5
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	210.4		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	56.9		

Beta	1.25
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.44
Yıllık Volatilite (BIST 100)	0.16

Ortaklık Yapısı	%
Kardemir Çalışanları (A)	21.08
Karabük-Safranbolu San Tic. Odası (B)	10.48
Kardemir A.Ş. Emeklileri (D)	68.44

Toplam 100.0



Tablo 1: Kardemir Satış Hacmi ve Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2016	2017	Yıllık	4Ç16	4Ç17	Yıllık	3Ç17	Çeyreklik
Satış Hacmi	2,037	2,326	14.2%	625	582	-6.9%	558	4.3%
Satış Gelirleri	2,337	3,973	70.0%	764	1,154	51.2%	954	21.0%
Brüt Kar	249	672	170.0%	88	274	211.5%	163	68.3%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>10.6%</i>	<i>16.9%</i>		<i>11.5%</i>	<i>23.7%</i>		<i>17.0%</i>	
Operasyonel Kar	188	594	215.9%	69	255	271.5%	143	78.9%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>8.0%</i>	<i>14.9%</i>		<i>9.0%</i>	<i>22.1%</i>		<i>15.0%</i>	
FAVÖK	314	734	133.5%	101	304	200.0%	176	72.7%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>13.5%</i>	<i>18.5%</i>		<i>13.3%</i>	<i>26.3%</i>		<i>18.5%</i>	
Net Kar	-124	252	-303.2%	-135	71	-152.6%	76	-6.5%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>-5.3%</i>	<i>6.3%</i>		<i>-17.7%</i>	<i>6.2%</i>		<i>8.0%</i>	

Tablo 2: Kardemir Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2015	2016	2017	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	3,658	3,827	3,946	3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30	32	37	15
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	86	155	157	2
Ticari Alacaklar	198	412	771	87
Hazır Değerler	260	330	990	200
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	905	901	1,027	14
Toplam Aktifler	5,137	5,656	6,928	22
Uzun Vadeli Borçlar	1,395	1,600	1,404	(12)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	146	179	217	21
Kısa Vadeli Borçlar	466	959	1,451	51
Ticari Yükümlülükler	781	680	1,409	107
Toplam Yükümlülükler	2,788	3,419	4,480	31
Toplam Özsermaye	2,349	2,237	2,447	9
Toplam Pasifler	5,137	5,656	6,928	22

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2015	2016	2017	%Değ
Net Satışlar	2,231	2,337	3,973	70
SMM	2,043	2,088	3,301	58
Brüt Kar	188	249	672	170
Faaliyet Giderleri	77	61	78	28
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	111	188	594	216
Net Diğer Gelir/Gid.	(28)	(51)	(95)	84
Yatırım Faaliyetlerinden Elde Edilen Gelirler/(9	5	10	116
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar Paylar	1	(0)	(1)	765
Finansman Gelir/Gid.(-)	(262)	(350)	(289)	(18)
Vergi Öncesi Kar	(169)	(209)	220	A.D.
Vergi	(147)	(85)	(32)	(63)
Net Kar(Zarar)	(21)	(124)	252	A.D.
Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)	52.9
Ana Ortaklık Payları	(21)	(124)	252	A.D.

FİNANSAL ORANLAR	2015	2016	2017
Özsermaye Karlılığı	-1.1%	-5.4%	5.0%
Aktif Karlılığı	-0.5%	-2.3%	1.9%
Brüt Kar Marjı	8.4%	10.6%	16.9%
Net Kar Marjı	-1.0%	-5.3%	6.3%
VAFÖK Marjı	9.5%	13.5%	18.5%
T.Fin. Borçlar/Özsermaye	73.5%	93.9%	78.1%

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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