

07 Şubat 2017 Salı

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Demir-Çelik	Nötr	Başlangıç Raporu	EREGL, KRDM

Demir-Çelik sektörü döngüsel yapısının getirdiği zorlukların yanında global ölçekte yaşanan büyüme kaygıları nedeniyle zorlu bir süreçten geçmektedir. Bununla birlikte **Türk Demir-Çelik sektörünün, kendine has dinamikleri ve global büyümenin üzerindeki büyüme potansiyeli sayesinde dünyadaki genel trendden olumlu ayrışacağı** düşünülmektedir.

Sektörde genel olarak hammadde maliyetleri ile demir-çelik ürün fiyatları arasında doğrusal bir ilişki görülmektedir. Buna karşın son zamanlarda gördüğümüz gibi, hammadde fiyat artışları görülen dönemlerde ürün fiyatları da beraberinde yükselmekte ancak sektördeki kapasite fazlası nedeniyle üreticilerin maliyet artışlarını fiyatlara yansıtması ancak sınırlı şekilde olabilmektedir. Bu da her ne kadar mutlak anlamda operasyonel karlılık büyüye de şirketlerin faaliyet marjlarında kademeli olarak baskı yaratmakta ve marj daralmalarına sebep olmaktadır. Diğer yandan hammadde maliyetlerinin gerilediği dönemlerde şirketlerin fiyatlama güçlerine bağlı olarak süreç değişse de ilk aşamada görülen marj artışları yerini kaçınılmaz olarak marj daralmalarına bırakmaktadır.

**Global ölçekte sektörün en önemli sorunu 700 mn tonu aşan kapasite fazlasıdır.** Sektördeki arz-talep dengelerini ve fiyatlama davranışlarını önemli derecede etkileyen atıl kapasiteye ek olarak dünya genelinde yaygın olan entegre tesislerin yoğun şekilde hammadde tedarik ettikleri ülkelerin hammadde üretim stratejileri ve buna bağlı olarak hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar sektöre etki eden bir diğer önemli unsur olarak gözükmektedir. Uluslararası ticaret tarafında ise **İç piyasalarını özellikle Çin başta olmak üzere büyük üreticilere karşı korumak isteyen ülkeler antidamping soruşturmaları ile dünya ticaretinde sapmalar yaratabilmektedirler.**

Türk demir-çelik sektörünün yukarıda belirttiğimiz gibi kendine has yerel dinamikleri olan ancak, hem hammaddede dışa bağımlılık, hem de sektörün ithalat ihracat dengeleri nedeniyle global gelişmelerden etkilenen bir yapısı vardır. Buna göre; üretimin büyük bir bölümü hurdaya dayalı yöntemlerle gerçekleştirilen ve kapasite fazlası olan uzun çelik tarafında, hurda çelik fiyatları ile kok kömürü ve demir cevheri arasındaki fiyat makası oldukça büyük bir önem arz etmektedir. Diğer yandan, **Çin ve Rusya başta olmak üzere karşı karşıya kalınan fiyat odaklı sert rekabet Türk demir-çelik üreticileri üzerinde ithalat baskısı yaratmakta olup şirketlerin fiyatlama davranışları üzerinde önemli derece etki etmektedir.**

Yurtiçinde çelik tüketimi çoğunlukla inşaat, imalat ve otomotiv sektörü tarafından gerçekleştirilmektedir. İnşaat sektörünün yoğunlukla uzun çelik kullanırken, otomotiv sektöründe soğuk/sıcak haddelenmiş ürünler ile galvanizli ürünler yaygın biçimde kullanılmaktadır. Uzun ve yassı çeliği girdi olarak kullanan sektörlerin ekonomik büyümeye duyarlılığı incelediğimizde; inşaat sektörünün, GSYH büyümesinin son 5 yılda ortalama 1,3 katı üzerinde bir büyüme kaydettiği, inşaat sektörü ve uzun çelik tüketimi büyümesi arasındaki ilişkinin ise 0,8 kat şeklinde olduğu görülmektedir. Yassı çelik tüketimi artışı ise GSYH büyümesine paralel seyretmektedir ki son 5 yılı incelediğimizde yassı çelik ürünlerinde tüketimin GSYH'nin 0,92x oranında gerçekleştiğini gözlemekteyiz.

İç piyasada önümüzdeki dönemlere ilişkin büyüme beklentilerimiz ise yukarıdaki genel trendlere dayanmaktadır. Buna göre; İnşaat sektörünün önümüzdeki dönemde, devam eden kentsel dönüşüm çalışmaları ve altyapı projeleri ile birlikte, ekonomik aktivitede daha yüksek bir paya sahip olma potansiyeli devam ettiğini düşünüyoruz. Konut sektöründe yılın son aylarında talebin öne çekilmesi 2017 yılı için yüksek baz etkisi oluştursa da, **kamu harcamaları destekli inşaat sektörü büyümesinin uzun çelik tüketiminde %5,0 artış yaratmasını, konut sektöründeki büyümenin beyaz eşya sektörüne katkı sağlamasını, otomotiv sektöründe üretimin ihracat desteğiyle %2 artmasını tüm bu gelişmelerin etkisiyle Demir-Çelik sektöründe tüketiminin 2016'ya göre %5,4 oranında artışla 36,5 mn tona ulaşmasını bekliyoruz.** Yassı çelik piyasasında büyümenin %3,7 GSYH artışının paralelinde gelişeceğini tahmin ediyoruz. Orta vadede yurtiçi pazardaki sürdürülebilir büyüme beklentimizin yanı sıra, Avrupa ve Orta Doğu pazarlarına yakınlığı sayesinde ihracat pazarlarında da etkin olabilecek konumda bulunmaktadır. Avrupa Demir-Çelik piyasasında ithalatın Eurofer tahminlerine göre 2017'de %3,6 artış gerçekleşeceği beklentisi, yassı ihracatında AB'nin %31'lik payını dikkate aldığımızda, Türk Demir-Çelik üreticilerin ihracatında %3-4 arasında yükseliş gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki yıllarda AB'nin Çin ve BDT'li ülkelere karşı koruma önlemlerinin artışıyla, Türk üreticilerin payının yükselebileceğini düşünüyoruz.

**Ereğli Demir Çelik** - Gündeminde kapasite artırımı yatırımı olmayan şirketin yönetim değişikliği sonrasında inorganik büyüme stratejisinde de öteleme olabileceğini düşünmekteyiz. Her ne kadar hammadde fiyatlarındaki artışın çelik fiyatlarında da hızlı toparlanmayı beraberinde getirirse de 2017 yılının rekabet açısından nispeten zor bir yıl olacağını ve operasyonel marjların bir miktar gerilemesini bekliyoruz. Yüksek kurdan olumlu etkilenen yapısıyla son zamanlarda endeks üzerinde bir performans sergileyen Erdemir hisselerinin şirket ile ilgili olumlu beklentileri yansıttığı görüşümüz nedeniyle 5,93 TL hedef fiyat ve uzun vadeli "TUT", kısa vadeli ise "Endekse Paralel Getiri" önerisi ile izleme listemize ekliyoruz.

**Kardemir** - Son yıllarda hem kapasite artışı hem de ürün çeşitliliği açısından önemli yatırımlar gerçekleştiren Kardemir'in önümüzdeki dönemlerde ürün yelpazesinde katma değeri yüksek ürünlerin payındaki artışa bağlı olarak kar marjlarında iyileşmeler beklemekteyiz. Artan ihracat imkanları ile birlikte yurtdışı satışlarında genişleme beklediğimiz şirketin daha yüksek kapasite kullanım oranlarına ulaşabileceğini düşünüyoruz. Kardemir'i 1,41 TL hedef fiyat (%11 yükselme potansiyeli) uzun vadeli "TUT", kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" önerisi ile hisse izleme listemize ekliyoruz.

**Analist: Serap Kaya**  
İletişim: (0212) 403 4132  
[serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## İçindekiler

Kısaca Demir-Çelik Sektörü...	3
Dünya’da Sektör Görünümü.....	3
Kapasite ve Kapasite Fazlası Sorunu .....	3
Üretim .....	4
Tüketim .....	5
Kişi Başına Demir-Çelik Tüketimi .....	6
Fiyatlama mekanizması .....	7
Ülkelerin Korumacılık Önlemleri: Teşvik & Antidamping Uygulamaları .....	8
Maliyetler .....	9
Türk Demir-Çelik Sektörü .....	10
Genel Görünüm .....	10
Kapasite.....	11
Üretim .....	12
Tüketim .....	13
Demir-Çelik Tüketiminin GSYH ile Korelasyonu.....	14
İhracat .....	15
İthalat .....	16
Kardemir- Katma Değerli Ürünlerle Büyüyor.....	17
Erdemir - Sınırları Zorluyor .....	30
Ek 1: Kardemir ve Erdemir - Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması.....	40
Ek 2: Hisse performansları .....	40
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi .....	41

07 Şubat 2017 Salı

### Kısaca Demir-Çelik Sektörü...

Ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin ve sanayileşmenin önemli göstergelerinden birisi olan demir-çelik sektörü, aynı zamanda global sektörlerden biridir ve sektörün arz-talep dengeleri, üretim kapasiteleri, vergisel uygulamalar, ithalat-ihracata yönelik kısıtlama ve teşvikler global ölçekte fiyatlandırma davranışları açısından önem arz etmektedir. Çalışmamızda ülkemizdeki genel durumdan önce global ölçekte bir değerlendirme paylaşılacaktır.

### Dünya'da Sektör Görünümü

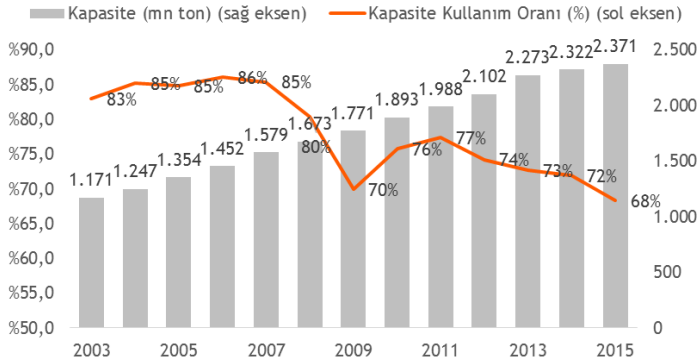
#### Kapasite ve Kapasite Fazlası Sorunu

Global ölçekte sektörün gündemindeki en önemli sorun, Çin'in başı çektiği küresel kapasite fazlasıdır. Küresel ekonomik krizin süregelen etkileri nedeniyle, çelik tüketimindeki artış hızı, kapasite ve üretim artışının gerisinde kalmış ve bir arz fazlası oluşmasında en önemli etkenlerden biri olmuştur.

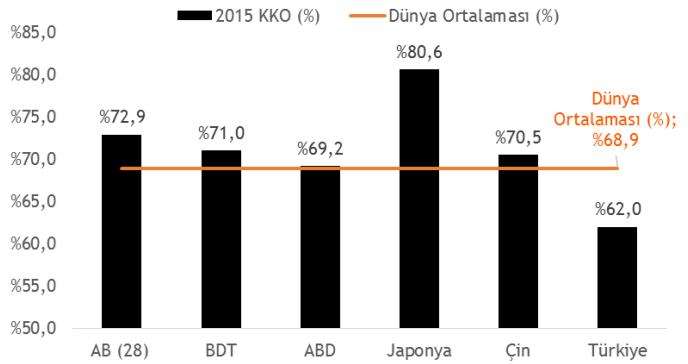
2000'den sonra dünya çelik üretim kapasitesi 1,2 mlr ton artarken, tüketim 700 mn ton artarak, bu dönemde 500 mn tonk talepten yüksek kapasite artışı gerçekleşmiştir. Global ham çelik üretim kapasitesi 2015 yılında 2,4 mlr tona ulaşırken, Çin'in kapasitesi 1,12 mlr ton ile global kapasitenin %48,7'sini oluşturmaktadır. Çin'in 2016 yılında üretimi 808 mn ton olurken ülkede 350 mn ton kapasite fazlası oluşmuştur. Bu rakam, Çin hariç dünya üretiminin %43'ünü, dünya çelik üretim kapasitesinin %15'ini, toplam atıl kapasitenin ise %47'sini (atıl kapasitenin yaklaşık 750 mn ton olduğu düşünülmektedir) oluşturmaktadır.

Çin'in başını çektiği ve 750 mn tonu bulan kapasitesi fazlası sorunu, sektörün uzun dönemdeki en önemli problemlerinden biridir...

Grafik 1: Dünya Çelik Kapasitesi (mn ton) ve KKO (%)



Grafik 2: Ülkelere Göre Çelik Üretim KKO

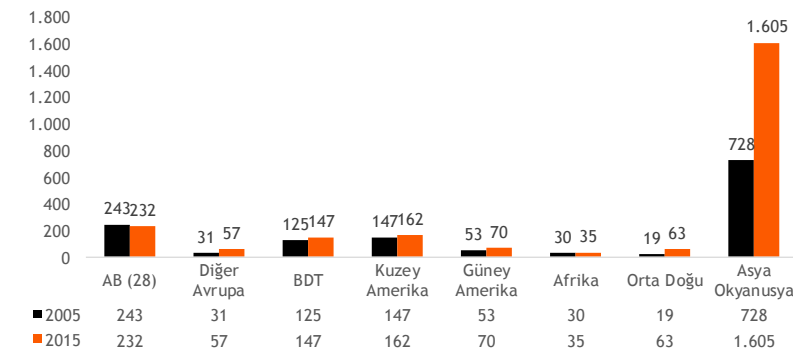


Kaynak: World Steel

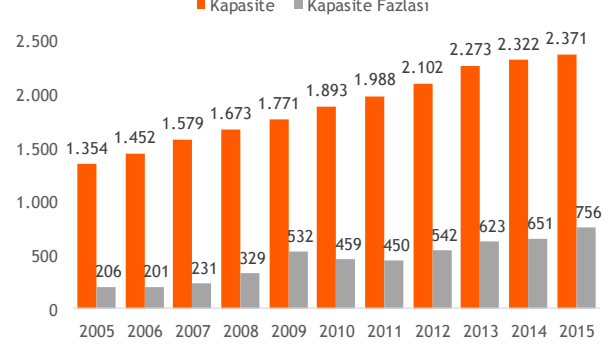
Kaynak: Duke Overcapacity Report

Grafik 3: Bölgesel Çelik Üretim Kapasitesi (mn ton)

Grafik 4: Dünya Çelik Üretim Kapasitesi, Kapasite Fazlası (mn ton)



Kaynak: Global Steel Trade Monitor



Kaynak: OECD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

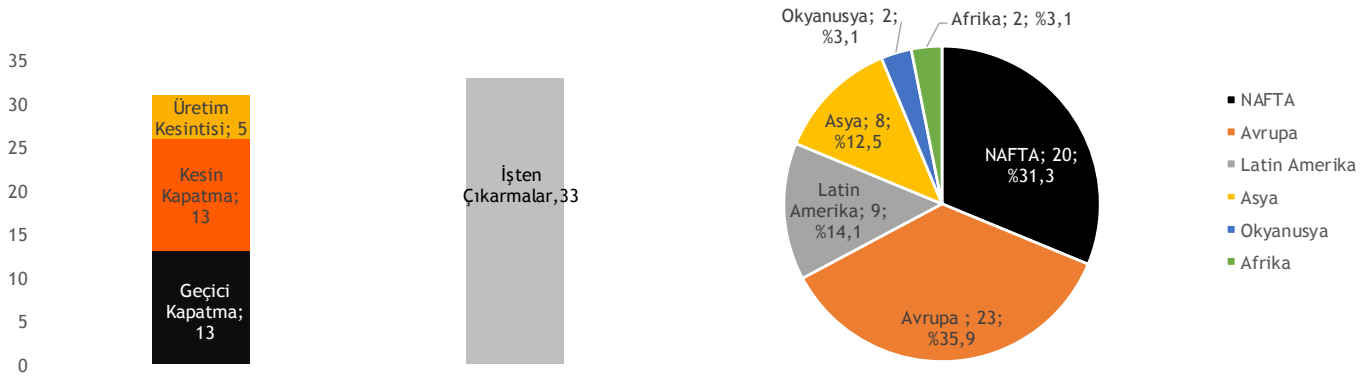
07 Şubat 2017 Salı

*Kapasite azaltacağını açıklayan Çin'in aldığı önlemler yetersiz kalmıştır...*

Çin hükümeti 2016 yılı başlarında demir-çelik sektöründe talebi arttırıp arzı düşürecek önlemler alacağını, 2020 yılına kadar Çin'de sıvı çelik kapasitesini 100-150 mn ton azaltacağını ve kömür üretiminde "önemli miktarda" kesintiye gideceğini açıklamıştı. Ancak 2016 yılı için 45 mn ton kapasite azaltma planı olan Çin'in, aksine üretimini ve yatırımlarını arttırmaya devam etmesi nedeniyle OECD, dünya çelik üretim kapasitesinin 2016 ve 2017'de sırasıyla 36 mn ton ve 15 mn ton artış göstereceğini tahmin etmektedir.

Muhtelif kaynaklarda yer alan verilere göre, Çin'de 3.000 civarında Demir-Çelik tesisinin varlığından söz edilmektedir. Bunların Çin Demir-Çelik Birliği'ne kayıtlı 101 tanesi, orta ve yüksek ölçekte kapasiteye sahiptir. 2014 yılı verilerine göre üretilen 823 mn tonun yaklaşık yarısı 18 firma tarafından gerçekleştirilmiştir. OECD'nin raporuna göre Eylül 2015-Haziran 2016'da yapılan kapasite azaltımlarının sadece 13'ü Asya kıtasında gerçekleştirilmiş olup, Çin'deki Demir-Çelik tesislerinin sayısı göz önünde bulundurulduğunda hedefin uzağında bulunduğu düşünülmektedir.

**Grafik 5: Kesinti, Kapatma ve İşten Çıkarmalar (Adet) Grafik 6: Bölgelere Göre Kapasite Azaltımları Adet (Eyl'15-Haz'16)**



Kaynak: OECD

### Üretim

*Çin yüksek kapasitenin yanında yüksek üretimi ile piyasayı domine etmektedir...*

2016 yılı dünya çelik üretimi 1,628 mlr ton (%0,8 yıllık büyüme) olurken, bu üretimin 808,3 mn tonluk bölümü Çin tarafından gerçekleştirilmiştir. Çin'in dünya çelik üretimindeki payı %49,6 iken diğer önemli oyuncular olan Japonya %6,4, Hindistan %5,9, ABD %4,8 paya sahiptir. Kapasite azaltacağını açıklayan Çin'in üretimi Ocak-Şubat döneminde sert düşüş gösterirken, fiyatların toparlanmasıyla birlikte kârlılığın yükseldiğini gören zombi tesisler devreye girerek yılbaşından bu yana üretimin %0,6 yükselmesine neden olmuştur.

**Tablo 1: Dünya Demir-Çelik Üretimi, Ülkelere Göre**

Üretim (mn ton)	2012	2013	2014	2015	2016*
Çin	731.040	822.000	822.698	798.785	808.370
Japonya	107.232	110.595	110.666	105.150	104.772
Hindistan	77.264	81.299	87.292	89.026	95.618
ABD	88.695	86.878	88.174	78.845	78.619
Rusya	70.209	69.008	71.461	70.898	70.800
Güney Kore	69.073	66.061	71.543	69.670	68.567
Almanya	42.661	42.645	42.943	42.676	42.082
Türkiye	35.885	34.654	35.035	31.517	33.163
Brezilya	34.524	34.163	33.897	33.256	30.212
Ukrayna	32.975	32.771	27.170	22.968	24.221
Dünya	1.560.131	1.650.354	1.670.145	1.615.575	1.628.500
Dünya-Çin Hariç	858.163	919.314	848.145	792.877	829.715

Kaynak: World Steel

\*2015 ve 2016 verilerine göre Dünya toplamı 66 ülke toplamını ifade etmektedir. 66 ülke toplamı 2015 verilerine göre dünyanın %98'ini ifade etmektedir.

07 Şubat 2017 Salı

Bölgeler arasında üretim açısından en yüksek payı Asya almakta olup; onu Avrupa Birliği, BDT ülkeleri ve Kuzey Amerika izlemektedir. 2016 verilerine göre AB (28) ülkelerindeki ham çelik üretimi %5,3 azalarak 152 mn ton oldu. BDT ülkeleri ise %1,1 artışla 100 mn ton ham çelik üretimi gerçekleştirdi.

Asya&Okyanusya bölgesine dahil olan Çin, Japonya ve Hindistan dünya üretiminin %67'sini oluşturmaktadır...

**Tablo 2: Bölgelere Göre Dünya Demir-Çelik Üretimi**

Üretim (mn ton)	2012	2013	2014	2015	2016*
AB (28 ülke)	168.587	166.357	169.298	160.733	152.145
BDT	110.738	108.408	106.079	98.862	99.994
Kuzey Amerika	121.586	118.978	121.158	110.945	110.987
Güney Amerika	46.379	45.822	45.043	43.899	39.224
Afrika	15.336	15.963	15.023	1.616.779	12.189
Orta Doğu	24.979	26.967	29.986	26.974	21.044
Asya&Okyanusya	1.032.606	1.129.236	1.145.181	1.096.329	1.090.520
Dünya-Çin Hariç	829.091	828.354	847.447	816.790	820.130

Kaynak: World Steel

\*2015 ve 2016 verilerine göre Dünya toplamı 66 ülke toplamını ifade etmektedir. 66 ülke toplamı 2015 verilerine göre dünyanın %98'ini ifade etmektedir.

Dünya çelik üretiminde ilk 20 şirket toplamın %37,4'ünü oluşturmaktadır. 2015 verilerine göre ArcelorMittal 97,1 mn ton üretim ve %6,0 pay ile dünyanın en büyük çelik üreticisidir. En çok üretim yapan şirketler sıralamasında ülkemizden Erdemir Grubu 8,93 mn ton üretim ile 43. sırada yer almıştır.

**Tablo 3: Dünya üretiminde şirketlerin sıralaması (2015)**

Sıralama	Şirket	mn ton	Pay %	Sıralama	Şirket	mn ton	Pay %
1	ArcelorMittal	97.136	%6,0	11	Wuhan Steel Group	25.776	%1,6
2	Hesteel Group	47.745	%3,0	12	Shandong Steel Group	21.692	%1,3
3	Nippon Steel	46.374	%2,9	13	HYUNDAI Steel Company	20.481	%1,3
4	POSCO	41.975	%2,6	14	Nucor Corporation	19.624	%1,2
5	Baosteel Group	34.938	%2,2	15	Maanshan Steel	18.820	%1,2
6	Shagang Group	34.214	%2,1	16	thyssenkrupp AG	17.339	%1,1
7	Ansteel Group	32.502	%2,0	17	Gerdau S.A.	17.033	%1,1
8	JFE Steel Corporation	29.825	%1,8	18	Tianjin Bohai Steel	16.269	%1,0
9	Shougang Group	28.553	%1,8	19	Novolipetsk Steel (NLMK)	16.049	%1,0
10	Tata Steel Group	26.314	%1,6	20	Jianlong Group	15.141	%0,9
Top 10 Toplam		419.576	%26,0	Top 20 Toplam		607.800	%37,6

Kaynak: World Steel

### Tüketim

Çin çelik tüketiminde de önemli rol oynarken, ülkede zayıflayan talep ihracat piyasalarında etkili olmasına neden oluyor...

Tüketimi de üretim gibi domine eden Çin, son 5 yılda dünya tüketiminin %45'ini oluşturmaktadır. Çin tüketimi 2013'ten bu yana daralmakta olup, Çin hariç bölgelerdeki büyüme hızı azalmaya devam etmektedir. Hindistan'ın yerel tüketiminin artmasına bağlı olarak dünya tüketimindeki payı da artmaya devam etmektedir.

2015'te dünyadaki görünür çelik tüketimi %3,1 azalarak 1,5 mlr ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Avrupa'da 2015 yılında ekonomik büyümede görülen toparlanma ile çelik tüketiminde de artış meydana gelmiştir. BDT ülkelerinden Ukrayna'da Rusya ile yaşanan gerginlikler, Rusya'da ise düşen petrol fiyatları ve ülkeye uygulanan yaptırımlara bağlı olarak ekonomik görünümün kötüleşmesi sonucu çelik tüketimi düşüş göstermiştir.

Dünya Çelik Birliği (World Steel) yayınladığı raporda, 2015 yılında %2,7 oranında düşen nihai mamul tüketiminin 2016 yılında %0,2 artışla 1,502 mlr ton olacağı, 2017'de ise 2016 tahminlerine göre %0,5 oranında yükselişle 1,509 mlr tona ulaşmasını bekleniyor. Birlik Çin'de görülen yavaşlamanın global ekonomiyi olumsuz yönde etkilemeye ve Demir-Çelik sektörünü zorlamaya devam ettiğini belirtirken, 2017'de ise Çin haricindeki ülkelerin çelik talebinin büyümesinin öngörülmektedir.

07 Şubat 2017 Salı

Tablo 4: Ülkelere Göre Dünya Demir-Çelik Tüketimi

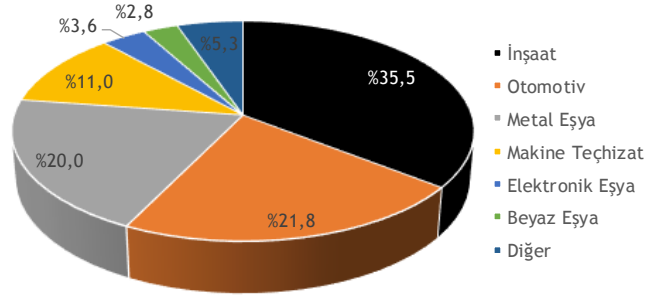
Tüketim (mn ton)	2012	2013	2014	2015	4Y YBBO*
Çin	660	735	711	672	%0,6
ABD	96	96	76	104	%2,6
Hindistan	72	74	76	82	%4,0
Japonya	64	65	68	64	%0,1
G.Kore	54	52	56	55	%0,4
Almanya	38	38	39	40	%1,7
Rusya	43	44	43	39	-%3,5
Türkiye	29	31	31	34	%6,0
Meksika	21	20	23	24	%4,1
Brezilya	25	26	26	22	-%4,0
Diğerleri	337	347	393	365	%2,6
Dünya	1.439	1.528	1.540	1.499	%1,4
Dünya-Çin hariç	779	793	829	828	%2,1

Kaynak: World Steel, CIB

\*YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Hindistan'daki çelik üretimi tüketiminden daha hızlı büyürken, her yıl artırılan kapasite ile arz fazlasında Çin'in izinden gidiliyor...

Grafik 7: Gelişmiş Ülkelerde Sektör Bazında Demir-Çelik Tüketimi Dağılım (%)



Kaynak: OECD

### Kişi Başına Demir-Çelik Tüketimi

Demir-çelik sektörünün lokomotif sektör olma özelliği nedeniyle, ülke ekonomileri üzerindeki etkisi çok büyüktür. Bu nedenle, bir ülkenin demir-çelik ürün tüketim düzeyi, o ülkedeki gelişmişliğin en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir.

2015 yılında kişi başına nihai çelik ürünleri tüketimi Dünya ortalaması 208,2 kg olarak gerçekleşmiştir. 2015 itibarıyla kişi başına nihai çelik ürünleri tüketiminde 1.113 kg ile ilk sırayı Güney Kore almaktadır. Güney Kore'yi 627,4 kg ile Çek Cumhuriyeti, 497,3 kg ile Japonya izlemektedir. Kişi başına kg olarak nihai çelik tüketimini 2014 yılındaki 396,9 kg seviyesinden 2015 yılında 436,8 kg seviyesine yükselten Türkiye, Fransa, İtalya, İngiltere gibi gelişmiş Avrupa ülkelerinden daha fazla kişi başına nihai çelik ürünleri tüketmiş bulunmaktadır. Kentsel dönüşüm, alt yapı projeleri gibi büyük ölçekli yatırımların ve kamu harcamalarının desteğiyle Türkiye kişi başına çelik tüketiminde dünya sıralamasında 2009'daki 13. sıradan 2015 itibarıyla 7. sıraya yükselmiş bulunmaktadır.

Kentsel dönüşüm, alt yapı projeleri gibi yatırımların desteğiyle Türkiye'de kişi başı çelik tüketiminin yükselmesini bekliyoruz...

Tablo 5: Kişi başı nihai çelik tüketimi (2015, kg)

Ülke (kişi başına kg)	2012	2013	2014	2015	Sıralama
Güney Kore	1.090	1.038	1.109	1.114	1
Tayvan	763	796	837	751	2
Çek Cumhuriyeti	555	556	588	627	3
Japonya	503	514	534	497	4
Çin	487	540	519	489	5
Almanya	466	472	492	484	6
Türkiye	380	411	397	437	7
Avusturya	428	417	421	418	8
Kanada	447	400	474	405	9
İtalya	360	368	368	401	10
Dünya	207	218	217	208	

Kaynak: World Steel

### Fiyatlamaya mekanizması

Demir-Çelik ve hammadde fiyatları global ölçekte dolar bazında belirlenmektedir. Bölgesel olarak fiyat farklılıklarının olmasında; lojistik avantajı, hammadde kaynaklarına sahiplik, arz-talep dengesizlikleri etkili olmaktadır. Hammadde tedarigi 2009'dan önce yıllık kontratlar ile sabitlenmiş fiyatlar üzerinden yapılırken, fiyatlarda ortaya çıkan keskin iniş çıkışlar sebebiyle kontratlar hukuken geçerli olmasına rağmen fiilen uygulanamayan hale geldi. Örneğin ArcelorMittal 2008 son çeyreğinde hurda fiyatlarındaki sert düşüşü mücbir sebep göstererek daha önce yaptığı hurda alım kontratlarını tek taraflı feshetme yoluna gitmişti. Benzer örnekler cevher ve kömür ticaretinde oluştu. Sonuç olarak mevcut sistemde cevher ve kömür 3'er aylık periyotlarla, hurda ise spot endeksten fiyatlandırılır hale gelmiştir.

2016'da Çin'in aldığı kapasite azaltma kararlarının katkısıyla Demir-Çelik fiyatlarının dipten döndüğü görüldü. Yükselişin arkasında yatan temel etkenin ise hammadde fiyatlarındaki yükselişinin ürün fiyatlarını da beraberinde yukarı çekmesinin yanı sıra Çin'de altyapı harcamalarının artması, konut piyasasının canlanması ve araç vergilerinin yarıya indirilmesi gibi etkenlerin de yattığı söylenebilir.

Grafik 8: Bloomberg Demir-Çelik Fiyat Endeksi



2016 yılında dipten dönen çelik fiyatlarında, hammadde maliyetleri yukarıda seyrettiği sürece toparlanmanın devam edeceğini düşünmekteyiz...

Kaynak: Bloomberg

2017 yılında Amerikan Doları diğer ülke para birimleri karşısında değer kazanırken, emtia fiyatlarının da beraberinde yükselmesi gibi alışılagelmiş bir durumun yaşanmaya

07 Şubat 2017 Salı

*Dolar değer kazanmaya devam ederken çelik fiyatlarının yüksek seyredeceği bir dönemde olabiliriz. Trump döneminde sektöre yönelik alınacak aksiyonlar rekabetin yönünü belirleyecek...*

devam etmesi muhtemel olacaktır. Hammadde sepetinde, kömür fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle yaşanan artış, çelik fiyatlarında kısa vadede bir gerilemeyi önleyecek en önemli unsur durumundadır. Bunun yanında 2017 için 3 kez faiz artırması beklenen Fed'in faiz artışıyla birlikte ABD Dolarının Çin Yuanına karşı değer kazanması, Çin'in ihracatını daha cazip hale getirecektir.

ABD'de Trump döneminde vaat ettiği aksiyonları gerçekleştirilmesi rekabetin Orta Doğu ve Avrupa'da artacağını düşündürmektedir. Trump çelik sektörünü etkileyecek aksiyonları arasında en önemlisi başta Çin olmak üzere, gümrük tarifelerini yükselterek ithalatı kısıtlayıcı önlemler uygulaması olacaktır. Trump'ın seçim vaatleri arasında ayrıca kurumlar vergisinin %15'e kadar çekilmesi, altyapı ve kamu harcamaları artırılması bulunmaktaydı. Bunların yanında NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması) ve Transatlantik Ortaklığı'nın (Avrupa-ABD arasında yapılan ticaret anlaşması) feshedilmesi söz konusu. Trump'ın genişlemeci maliye politikasının bütçe açığını ve enflasyonist baskıları artıracığını göz önüne alırsak; FED'in faiz artırımlarının hızlanacağı, doların güç kazanacağı ve küresel olarak uzun vadeli faizlerin artacağı bir döneme gireceğiz. Ticaretin engellerinin yükseleceği ortamda demir-çelik fiyatlarındaki istikrarın sürdürülebilir olmadığını düşünmekteyiz.

#### Ülkelerin Korumacılık Önlemleri: Teşvik & Antidamping Uygulamaları

Çin'de Demir-Çelik sektörü devletin sahip olduğu şirketlere veya özel şirketlerine ayrıcalıklı politikalar sağlanması yoluyla teşvik edilmektedir. Şirketler uygun krediler, vergi indirimleri, vergiden muaf arsa tahsis ve ucuz hammadde temininin yanı sıra yabancı yatırımların kısıtlanması gibi endirekt yollarla da desteklenmektedir. Çin'in günün şartlarına uymayan tesislerin yenilenmesini amaçlayarak kapasite fazlasını gidermek için devreye koyduğu önlemler küçük ölçekli firmaların ölçek büyütürken kapasite fazlasının artmasına neden olmuştur. Ayrıca hükümet Çinli şirketlerin kapasitelerini yurtdışına yönlendirmeye teşvik ederek, tahrip edici yerel politikasını ticaret yaptığı ülkelere ihraç etmektedir.

Çin'in özellikle son 2 yılda patlayan ihracatı ve dünya piyasalarının Çin malı çelik ürünlerle dolması, birçok ülkede kurulu tesislerin kapanmasına ve istihdamda ciddi kayıplara yol açınca sadece geçen yıl dünya genelinde Çin menşeli ürünlere karşı 68 ticaret davası açıldı, 37'si sonuçlandırılarak; çok sayıda ülkede Çin ürünlerine karşı farklı oranlarda gümrük vergileri uygulamaya konuldu.

2012 yılından sonra ABD'de hemen hemen her ürüne antidamping davası açıldı. Dünyanın geri kalanı da bu trende hızla ayak uydurdu. Ayrıca bazı ülkeler vergi oranlarında değişikliğe gidip ithalat kotası gibi yeni uygulamaları devreye aldı ve global çelik ticareti korumacı önlemlerin gölgesinde işlemeye devam etti. Çin ve Rusya'daki çelik üreticileri ise bu vergilerin olmadığı ülkelere yönelmektedir. Örneğin, Çin'in dünyanın tümüne yaptığı ihracatın artış hızından 10 kat daha yüksek bir hızla Türkiye'ye ihracat yaptığı görülmektedir.

Hindistan yerli çelik üreticilerini korumak adına yassı mamul ürünlerine uygulanan vergi oranı % 7,5'dan % 10,0'a, uzun mamul ürünlere uygulanan vergi oranları ise % 5'ten % 7,5'a yükseltmiş; Çin, Malezya ve Güney Kore'den sıcak haddelenmiş paslanmaz yassı çelik ürünlerine yönelik antidamping vergisi uygulamış ve minimum ithalat fiyatı gibi birçok önlem içeren adımlar atmıştır. Alınan önlemlerin etkisiyle Çin ve Güney Kore'den yapılan ihracat azalmıştır. Hindistan çelik üreticileri ayrıca Japonya ve Kore ile yürütülen serbest ticaret anlaşmalarından çelik ürünlerinin çıkarılmasını istemektedirler.

Kapasite fazlalığı ve fiyat baskısının etkisi altında olan Avrupa da sektörü korumaya yönelik önlemler almaya başlamıştır. 2015 yılında Çin'in iç piyasada talebin zayıflaması üzerine ihracatını artırması Avrupa'daki durumu daha da kötüleştirmiştir. Avrupa'nın toplam kapasitesinin, yıllık 200 mn tonu aştığı, ancak bölgede yılda sadece 150-170 mn tona ihtiyaç

*Çin'in arz fazlasının yanında, talepte yaşadığı zayıflık ihraç pazarlarında etkili olmasına neden olmuştur. Ülkeler düşen çelik fiyatlarıyla rekabet edemeyen yerli üreticilerini korumak adına korumacılık önlemleri almıştır...*



07 Şubat 2017 Salı

*Avrupa'da Çin ve Rusya çıkışlı soğuk mamullere, Çin çıkışlı levha ve sıcak mamullere vergi uygulanmaya başlandı. Rusya ve Ukrayna çıkışlı sıcak mamullere açılan antidamping başvurusu ise Nisan 2017'de sonuçlanacak...*

*Türkiye'de Erdemir'in Rusya ve Ukrayna çıkışlı sıcak mamullere açtığı antidamping başvurusu sonucu iç piyasa için önem taşımaktadır...*

duyulduğu, dolayısıyla 30-40 mn ton kapasite fazlası olduğu ve 1900'lü yıllarda olduğu gibi Avrupa çelik sanayiinde üretimin azaltılması gerektiğini düşünülmektedir. Düşük fiyatlı ithalata karşı koyabilmek adına Avrupa Komisyonu açılan birçok soruşturmaya Ağustos başında Çin ve Rusya çıkışlı soğuk haddelenmiş rulo ithalatına nihai geriye dönük vergi uygulamıştı. Buna ek olarak 2016 yılı Ekim ayında Çin çıkışlı ağır levha ve sıcak haddelenmiş rulo ithalatına yönelik geçici anti-damping vergi uygulanmasına karar verdi. Ayrıca Brezilya, İran, Rusya, Ukrayna ve Sırbistan menşeli sıcak haddelenmiş rulo ithalatına yönelik incelemenin geçici sonuçlarının 2017 yılının Nisan ayında açıklanacağı belirtiliyor.

Avrupa'da yassı çeliğe yönelik açılan antidamping davalarının Türkiye için oldukça olumlu olarak değerlendirilmektedir. Avrupa'nın hali hazırda sıcak sac ithal edebileceği en uygun kaynak olarak Türkiye mevcut iken Avrupa'nın toplam demir-çelik ithalatı içinde Türkiye'nin payı ise %4 gibi düşük bir seviyededir. Bununla birlikte Türkiye'de Erdemir'in yaptığı, Rusya ve Ukrayna çıkışlı "Sıcak Haddelenmiş Yassı Çelik" ithalatına karşı antidamping başvurusu sonuçlanıp vergi uygulanmaya başlanması ile içeride sıcak mamul ithalini azaltıp, iç pazarda nefes alma imkanı doğuracaktır.

### Maliyetler

Demir-çelik sektöründe kullanılan hammaddeler üretim yöntemine göre farklılaşmaktadır. Bazik oksijen fırını (BOF) tabanlı tesislerde demir cevheri, hurda ve taş kömüründen; Elektrik Ark Ocaklı (EAO) tesislerde hurdadan üretim gerçekleştirilmektedir. 2015 yılında Dünya çelik üretiminin %75'i bazik oksijen fırınlarda yapılmıştır.

Entegre tesislerin en önemli girdisi demir cevherine Hindistan'da uygulanan ihracat vergisinin 2011'de %20'ye, 2012'de %30'a yükseltilmesi global demir cevheri ticaretinde ciddi gerilemeye neden olduğunu görmüştük. Bu durumu fırsata çeviren Avustralya mevcut yatırımlarına hız vermekle kalmamış, yeni yatırımlara da başlamıştı. Sonuç olarak uzun yıllardır arz fazlası bulunan global demir cevheri piyasasında yüksek maliyetli madenlerin maliyetlerinde sağlanan nispi düşüşlerin desteğiyle üretim kısımlarının aksine kapasite artırdıklarını gözledik. Tüm bu gelişmeler dünya demir cevheri kontratlarının yaklaşık %65'ini tek başına gerçekleştiren Çin'de bazı üreticilerin faaliyetlerini sonlandırması ve Çin'in talebinin öngörülenden daha hızlı gerilemesi ile birleşince 2015'te cevher fiyatlarında sert düşüşlere neden oldu.

Entegre tesislerin diğer hammaddesi olan kömür fiyatlarında ise, kömür arzının Çin'de devlet eliyle azaltılması, nakliye ücretlerinin artması, Avustralya ve Çin'de yağışlardan dolayı ortaya çıkan üretim sıkıntısı, Hindistan'da devreye giren kok bataryalarının kömür talebini artırması gibi nedenlerle 2016 ikinci yarısında hızlı bir yükseliş gerçekleştirdi.

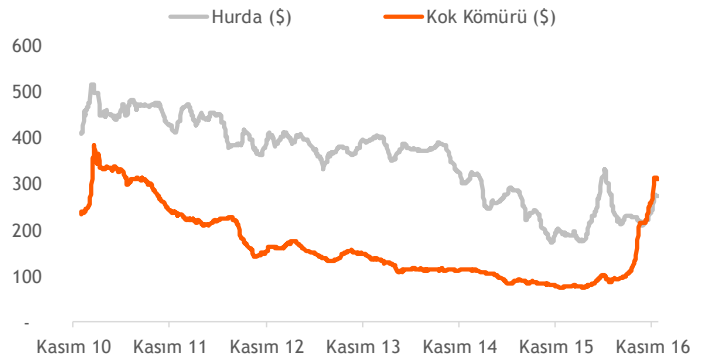
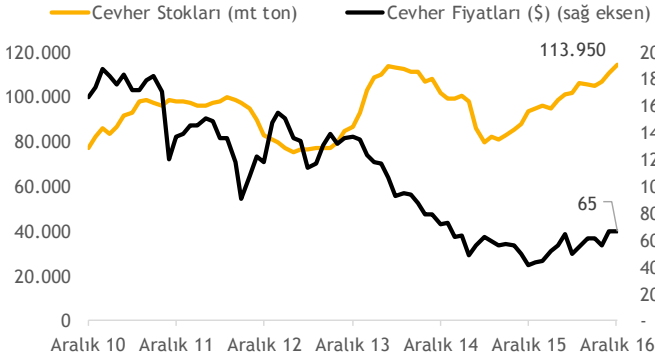
2016 Ağustos'undan beri koklaşabilir kömür fiyatlarındaki yükselişin ardından demir cevheri üreticileri fiyatları yukarı çekse de demir cevheri piyasasında üretim sıkıntısı yaşanmamış olması, aksine Çin'deki stokların 2014 sonundan bu yana en yüksek seviyede olması nedeniyle cevher fiyatlarındaki yükselişin makul olmadığı düşünülmektedir.

Son dönemde demir cevheri fiyatlarında kaydedilen gerilemeye karşılık Ukrayna-Rusya krizinin yanı sıra başlıca hurda tedarikçisi ülkelerin hurda ihracatına kısıtlama getirmeleri hurda fiyatlarının demir cevherine göre güçlü seyretmesine neden olmuştur. Çin ile Rusya'nın dampingli fiyatlardan ihraç pazarlarına yönelmeleri neticesinde ürün fiyatlarındaki hızlı düşüş ve marjların daralması, Türk Elektrik Ark Ocağı tabanlı çelik üreticilerini hurdadan üretim yerine, daha fazla rekabet imkanı sunan yarı mamulden üretime sevk etti.

*Entegre tesislerin hammaddesi olan kok kömürü fiyatlarında yaşanan yükseliş, 2017'de çelik üreticilerinin kar marjlarında zayıflamaya neden olacak...*

07 Şubat 2017 Salı

Grafik 9: Çin Limanlarındaki Cevher Stokları (mt ton), Cevher Fiyatları (\$) Grafik 10: Hurda ve Kömür Fiyatları (\$)



Kaynak: Bloomberg

### Türk Demir-Çelik Sektörü

#### Genel Görünüm

Türkiye'de 4 ana Demir-Çelik üretim bölgesi bulunmaktadır. İskenderun 15,3 mn ton kapasite ile ilk sırada yer alırken, onu Marmara 14,7 mn ton, İzmir 11,3 mn ton, Karadeniz 8,4 mn ton ile takip etmektedir. Türkiye Çelik Haritasında görüldüğü üzere tesislerin hammadde kaynaklarına ve limanlara yakınlığı önem taşımaktadır.

Grafik 11: Türkiye Çelik Haritası

## Türkiye Çelik Haritası



Kaynak: DÇÜD

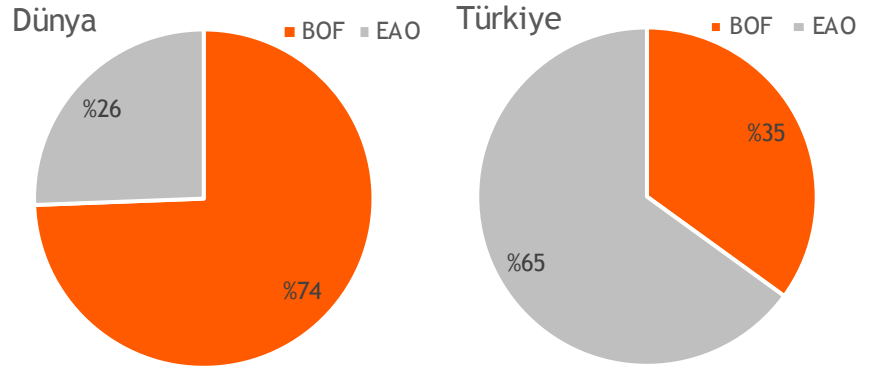
07 Şubat 2017 Salı

Dünyadaki genel eğilimin aksine Türkiye’de üretimin %65’i elektrik ark ocakları tarafından yapılmaktadır...

Ülkemizde Demir-Çelik sektöründe üretim, yüksek fırına dayalı üretim yapan 3 adet entegre tesis (Erdemir, İsdemir, Kardemir) ve 29 adet elektrik ark ocaklı tesis olmak üzere toplam 31 tesis tarafından gerçekleştirilmektedir.

Dünya çelik üretiminin %75’ini demir cevheri bazlı yüksek fırınlarda (BOF) yapılırken, Türkiye’de aksine %65’i hurda çelik bazlı elektrik ark ocaklarında (EAO) yapılmaktadır. Türkiye’de demir-çelik üretiminde Kardemir %6,8 Erdemir %29 paya sahiptir.

Grafik 12: Çelik Üretim Teknikleri



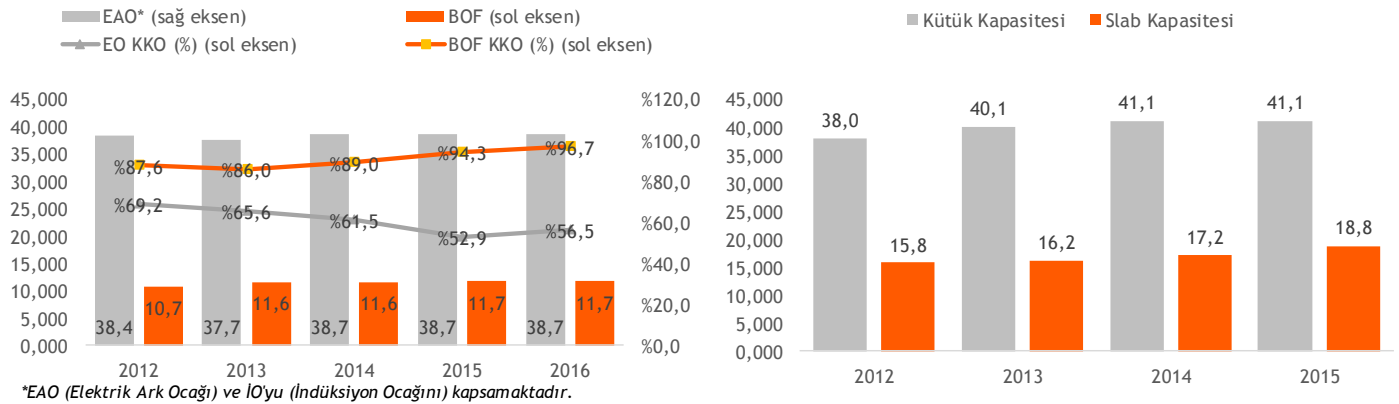
Kaynak: World Steel

### Kapasite

Türkiye’nin 50,4 mn tonluk ülke ham çelik üretim kapasitesinin %23,2’sine karşılık gelen 11,7 mn tonu entegre tesislere, %76,8’ine karşılık gelen 38,7 mn tonu ise elektrik ark ocaklı tesislere aittir.

Türkiye’de çelik üretim kapasitesindeki artış 2016 yılında sınırlı da olsa devam etmiş olup, kapasite kullanım oranı geçen yıla göre yükselmiştir. 2016’da 33,2 mn ton ham çelik, tahmini olarak %66 kapasite kullanım oranı ile üretilmiştir. 2016 yılında tahminen, elektrik ark ocaklı tesislerin kapasite kullanım oranları, %94’ten %97’ye çıkmıştır. Sektörün son 5 yıla ilişkin kapasite kullanım oranı %68 seviyesindedir.

Grafik 13: Türkiye Ham Çelik Üretim Kapasitesi (mn ton) Grafik 14: Türkiye’nin Kütük ve Slab Üretim Kapasitesi (mn ton)



\*\*2016 yılı EAO ve BOF kapasite verileri açıklanmamıştır, 2015 yılıyla aynı kaldığı varsayılmıştır.  
Kaynak: Kardemir, DÇÜD

07 Şubat 2017 Salı

### Üretim

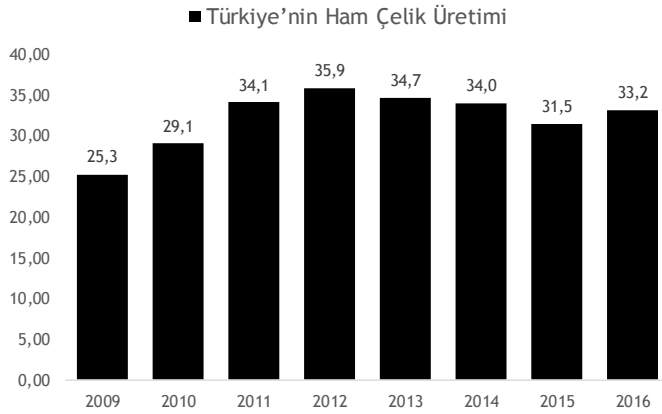
*Türkiye’de çelik tüketimi sürekli artış gösterirken; üretim yükselen hammadde maliyetleri sebebiyle üreticilerin yarı mamul ithalatına yönelmeleri nedeniyle baskı altında kalmaktadır...*

Türkiye 2016 yılında yıllık 33,2 mn ton üretimi ile global Demir-Çelik üretiminin yaklaşık %2,1’ini karşılamaktadır. Türkiye’de Demir-Çelik üretimi yıllık bileşik büyüme oranı son 5 yılda (2012-2016) %2,0 daralırken, son 10 yılda %2,8 büyüme kaydetmiştir. Uzun çelik tarafında kapasite fazlası mevcut iken, uzun çelik üretiminin 2015 verilerine göre yaklaşık %40’ı ihraç edilmektedir. Yassı çelik talebinin ise yarısı ithalat ile karşılanmaktadır.

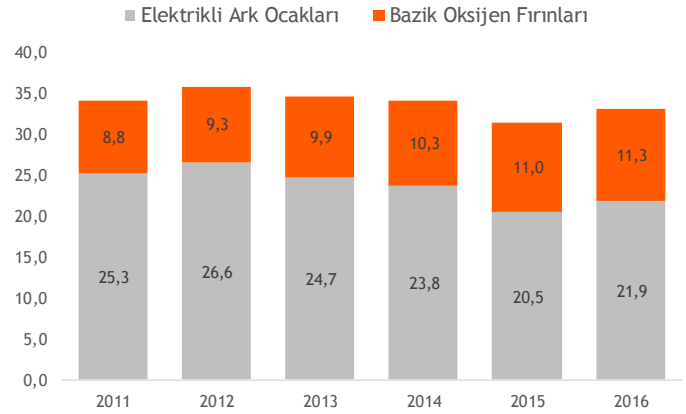
2015 yılında hammadde fiyatlarındaki değişimlerin etkisiyle rekabet güçleri azalan elektrik ark ocaklı tesisler üretimlerinde %13,8’lik düşüş yaşamışlardır. 2015’te üretimdeki gerilemenin temel nedeni hızla artan ithalat idi.

2016 yılında fiyat ve maliyetlerin arasındaki makasın yükselmesiyle elektrik ark ocaklı tesisler üretimlerini %6,8 oranında arttırabilmişlerdir. Entegre tesislerin ham çelik üretimi ise 2016 yılında %2,6 artışla 11,3 mn tona ulaşmıştır. Böylece Türkiye’nin ham çelik üretimi 2016 yılında 3 yıl aradan sonra yeniden yükseliş göstermiştir.

Grafik 15: Türkiye Çelik Üretimi (mn ton)



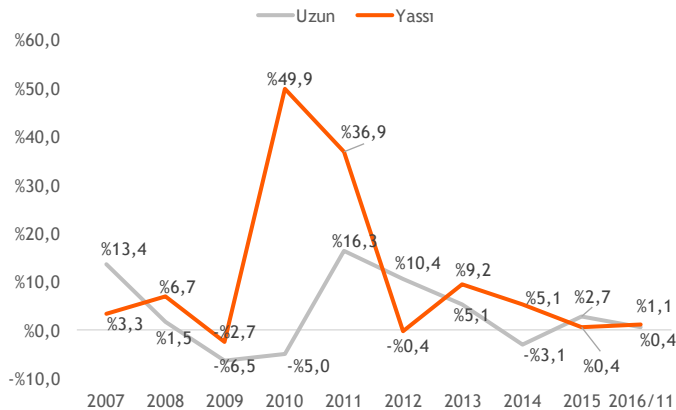
Grafik 16: Yöntemlerine Göre Gerçekleştirilen Üretim (mn ton)



Kaynak: DÇÜD

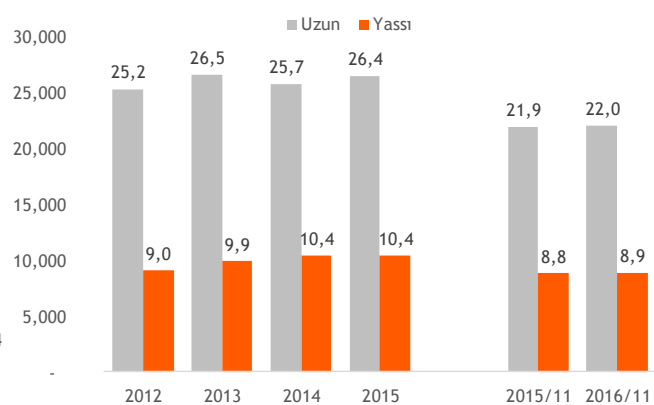
2016 yılı 11 aylık verilere göre Türkiye’nin toplam çelik ürünleri üretimi %0,6 artışla 30,9 mn tona yükselmiştir. Uzun çelik ürünleri üretimi %0,4 oranında artışla, 22,01 mn tona ulaşırken, yassı çelik ürünleri üretimi %1,1 oranında artışla 8,9 mn tona çıkmıştır. 2016 yılı 11 aylık dönemde 30,9 mn tonluk toplam nihai çelik ürünleri üretiminin %71’lik kısmı uzun ürünlerden, %29’luk kısmı yassı ürünlerden oluşmuştur.

Grafik 17: Türkiye Nihai Mamul Üretimi Büyüme Hızı (%)



Kaynak: Kardemir, DÇÜD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

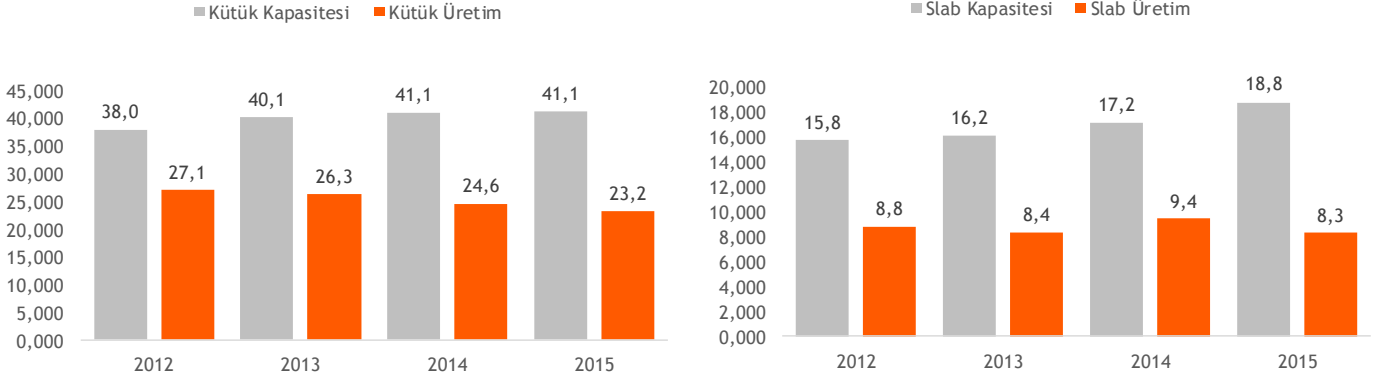
Grafik 18: Türkiye Nihai Mamul Üretimi (mn ton)



07 Şubat 2017 Salı

2016 yılındaki 33,2 mn tonluk üretimin, %31'ine tekabül eden 10,1 mn tonluk bölümü, slab olarak üretilmiştir. 2016 yılında Türkiye'nin kütük üretimi bir önceki yıla göre %1 düşüğe 23,0 mn ton, slab üretimi de %22 yükselişle 10,1 mn ton olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik 19: Türkiye'nin Kütük Üretimi&Kapasitesi (mn ton)**      **Grafik 20: Türkiye'nin Yassı Üretimi&Kapasitesi (mn ton)**



Kaynak: Kardemir, DÇÜD

### Tüketim

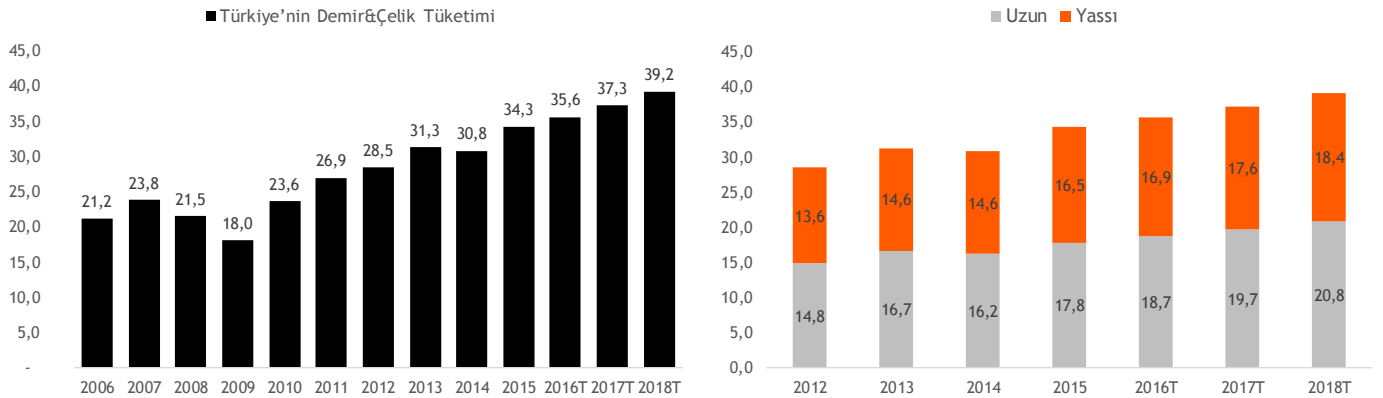
Önümüzdeki dönemde devam edecek büyük çaplı projeler nedeniyle Türkiye'de çelik tüketiminin artış göstermesini bekliyoruz...

Dünya çelik tüketiminde ilk 10'da yer alan ülkelerin 6'sında 2015 yılında, 2014 yılına göre çelik tüketiminde azalma gerçekleşirken, Türkiye %11,7 artış ile bu ülkeler arasında en fazla büyüme gösteren ülke oldu. Çelik tüketimi, artan kentleşme oranı ve imalat sanayi üretiminin yanında TANAP, 3. köprü ve 3. havaalanı gibi büyük çaplı yeni yatırımlara bağlı olarak artış gösterdi. TL'nin değer kaybetmesini avantaja çeviren başta otomotiv, beyaz eşya ve makine imalat sektörleri dış pazarda rekabet üstünlüğü kazanırken, aynı zamanda güçlü iç tüketim ile de üretim miktarlarında önemli artış sağladı.

2015 yılında Türkiye'nin toplam çelik ürünleri tüketimi ise, %11,4 oranında artışla, 30,7 mn tondan, 34,3 mn tona yükselmiştir. Genellikle inşaat sektörü tarafından tüketilen uzun ürünlerde, toplam tüketim %10,0 oranında artışla, 16,2 mn tondan 17,8 mn tona yükselmiştir. Otomotiv, beyaz eşya, makine sektörleri tarafından tüketilmekte olan yassı ürünlerdeki tüketim ise %12,9 oranında artışla, 16,5 mn tona ulaşmıştır. 2015 yılında, Türkiye'nin toplam 34,3 mn tonluk çelik ürünleri tüketiminin %52 oranındaki kısmı uzun ürünlerden, %48 oranındaki kısmı ise yassı ürünlerden oluşmuştur.

**Grafik 21: Türkiye'nin Demir-Çelik Tüketimi (mn ton)**

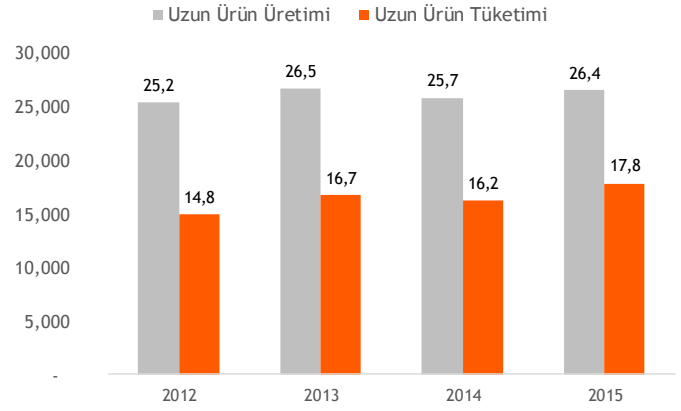
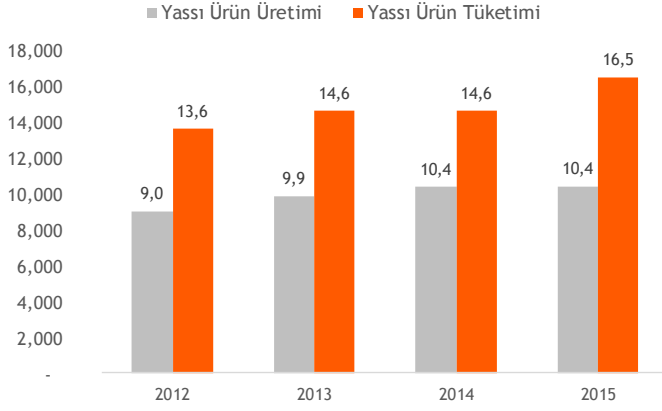
**Grafik 22: Türkiye'nin Yassı ve Uzun Mamul Tüketimi (mn ton)**



Kaynak: Erdemir, DÇÜD

07 Şubat 2017 Salı

Grafik 23: Türkiye'nin Yassı Ürün Üretimi&amp;Tüketimi (mn ton) Grafik 24: Türkiye'nin Uzun Ürün Üretimi&amp;Tüketimi (mn ton)



Kaynak: Erdemir, DÇÜD

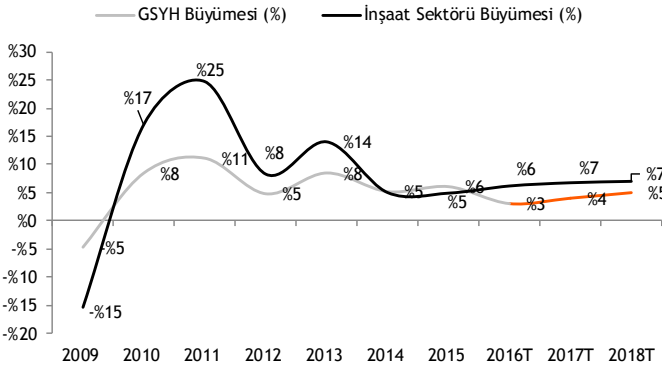
### Demir-Çelik Tüketiminin GSYH ile Korelasyonu

2016 için Türkiye Demir-Çelik sektöründe %5 artışla 35,6 mn ton çelik tüketimi gerçekleşeceğini, 2017 ve 2018 için sırasıyla %5,4 ve %5,6 yükseliş yaşanacağını tahmin ediyoruz.

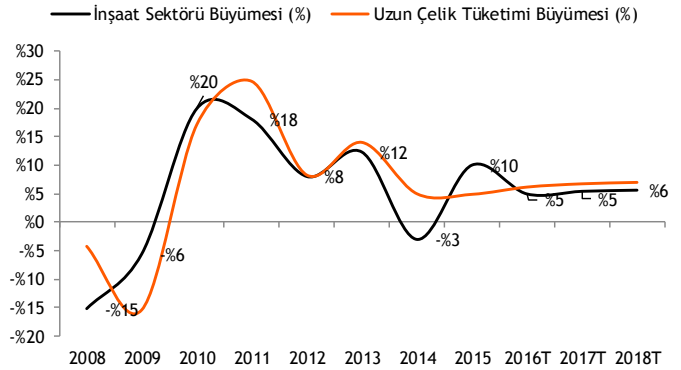
Demir-Çelik sektörü ve ekonominin performansı arasında güçlü bağlantı bulunmaktadır.

Uzun çeliğin kullanıldığı inşaat sektörü ve GSYH arasında son 5 yılda ortalama 1,3x korelasyon bulunmakta olup, inşaat sektörü ve uzun çelik tüketimi büyümesi arasındaki ilişki 0,8x olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 25: GSYH Büyümesi &amp; İnşaat Sektörü Büyümesi



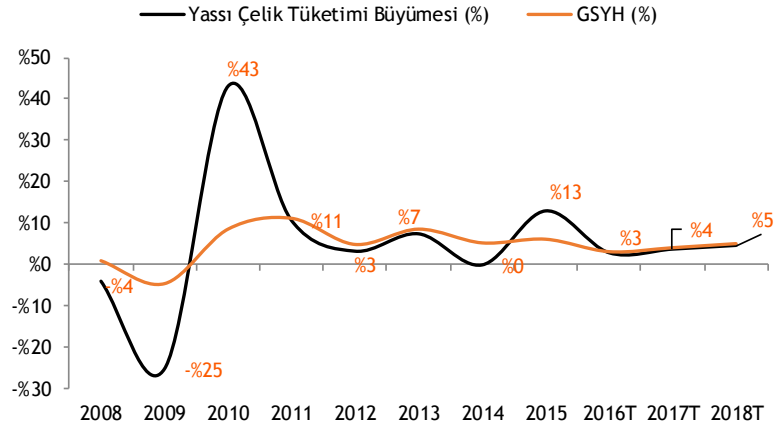
Grafik 26: İnşaat Sektörü Büyümesi &amp; Uzun Çelik Tüketim Büyümesi



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Türkiye yassı çelik tüketimi artışı GSYH büyümesine paralel seyretmektedir. Son 5 yılı incelediğimizde yassı çelik ürünlerinde tüketimin GSYH'nin 0,92x oranında gerçekleştiğini gözlemliyoruz.

Grafik 27: Yassı Çelik Tüketim Büyümesi &amp; GSYH Büyümesi



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

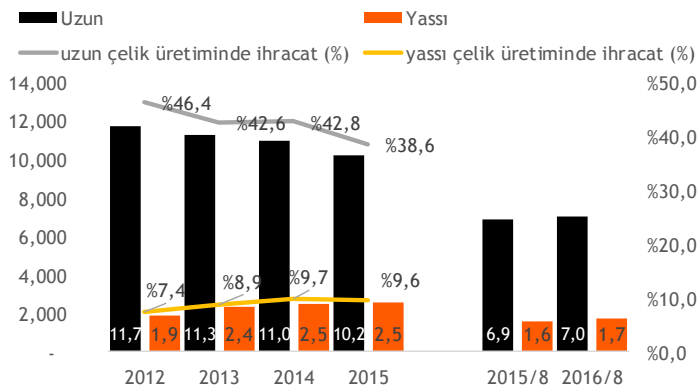
### İhracat

*Dünya'da demir çelik sektöründe oluşan arz fazlasının yarattığı sert rekabet ortamı, Türkiye'nin ihrac pazarlarında baskı altında kalmasına neden oluyor...*

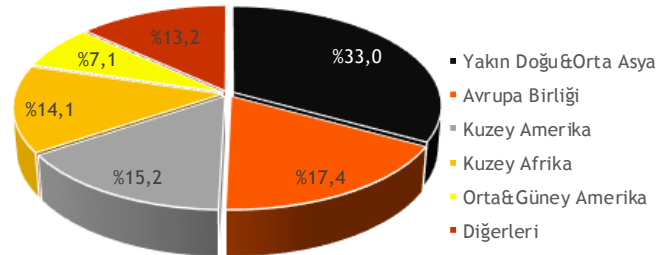
Türk demir-çelik sektörü için en büyük pazarı Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri (MENA) oluşturmaktadır. AB ülkeleri Türkiye için 2. büyük pazarı oluşturmaktadır. Türkiye'nin Avrupa'nın en büyük ikinci çelik üreticisi olmasının yanı sıra lojistik avantajı bölgeye yapılan ihracatı olumlu etkilemektedir. Ayrıca, Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu ile imzalanan ve 1996'dan beri yürürlükte olan Serbest Ticaret Anlaşması uyarınca bölgeye yapılan ihracatın vergi yükünün olmaması yerli üreticiler için bir diğer avantaj olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye'nin çelik ihracatı 2016 yılında önceki yıla göre ürün fiyatlarındaki gerilemenin etkisiyle değer bazında %8,1 düşerek 9,1 mlr \$ olurken, miktar bazında ise %2,4 artış ile 16,4 mn ton olarak gerçekleşti. Ortadoğu pazarı, uluslararası rakiplerine göre maliyet açısından dezavantajlı duruma gerilemesi nedeniyle kayıplar yaşasa da, ülkenin en büyük ihracat pazarı olmayı sürdürdü. 2016 yılında Türk çelik sektörü miktar bazında en fazla ihracatı, 5,3 mn ton ile Ortadoğu Bölgesi'ne yaptı. Ortadoğu'yu 3,6 mn ton ve %29 artışla AB ülkeleri, %1 artarak 2,5 mn tona yükselen Kuzey Amerika ülkeleri ve %2,3 artışla 2,3 mn ton olarak gerçekleşen Kuzey Afrika ülkeleri izledi. Çelik İhracatçıları Birliği, 2017 yılında ihracatta %3 büyüme hedeflediğini açıkladı.

Grafik 28: Demir-Çelik Ürünleri İhracatı



Grafik 29: Demir-Çelik İhracat Pazarları



Kaynak: ÇİB

Kaynak: Erdemir, TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji \* Demir-Çelik ürün ihracat verilerine, boru ve diğer ürünler dahil edilmemiştir. İhrac edilen ülkeler grafiği tüm çelik ürünlerini kapsamaktadır.

07 Şubat 2017 Salı

Düşen çelik fiyatları, artan hammadde maliyetleri, Türk üreticilerini yarı mamulden üretime sevk etmiştir...

### İthalat

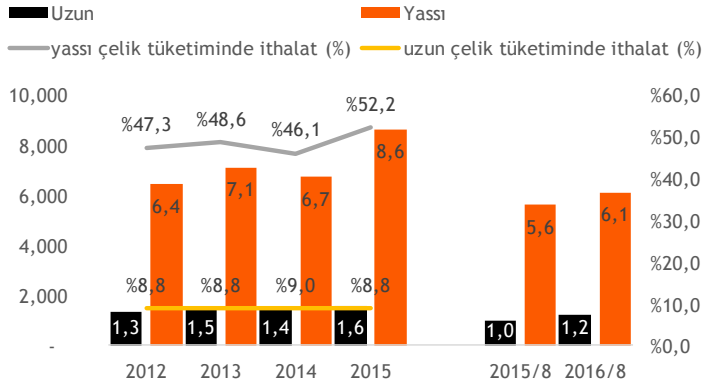
2000'lerden bu yana gerçekleştirilen yatırımlarla birlikte Türkiye yassı ürün kapasitesi açısından tüketimini karşılayabilecek seviyeye gelmiş olmasına rağmen yurtiçi yassı ürünlerin önemli bir kısmı hala ithalat ile karşılanmaktadır. Üretimde kapasitedeki artışa karşın maliyet avantajına sahip olan yabancı menşeli firmaların iç pazarda etkinlikleri giderek yükselmektedir.

Artan ithalatta düşen fiyatların yanı sıra dahilde işleme rejimi (DİR) uygulaması etkili oldu. Buna göre ihraç edilecek ürün için kullanılacak her türlü hammadde DİR kapsamında ithal edilirken antidamping ve gümrük vergisi dahil her türlü önlemden muaf olarak Türkiye'ye getirilebilmektedir. Böylece yassı çelikte gündeme gelebilecek ek verginin nihai ürünlerdeki ihracatı olumsuz etkilemesi söz konusu olmasa da; örneğin 2015'te ithal edilen antidamping soruşturması kapsamına girebilecek 2,7 mn ton yassı çeliğin 1,23 mn tonluk kısmı DİR kapsamında olduğu için soruşturmadan etkilenmemektedir.

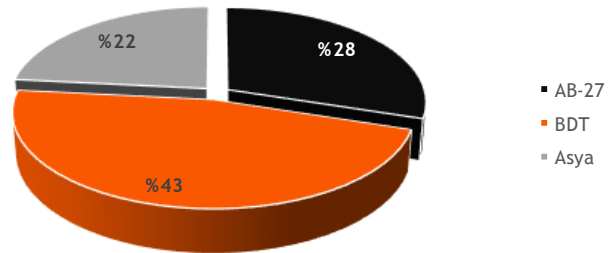
Slab üretiminde kapasite kullanım oranı 2015 yılındaki %44 seviyesinden, 2016 yılında tahmini %54 seviyesine yükselmiştir. Slab kapasitesinin yarısına yakın bir kısmının atıl durumda kalmasında, elektrik ark ocaklı tesislerin rekabet güçlerinin zayıflamasının yanında, bazı ülkelerin arz fazlası kalitesiz, sertifikasız, dampingli ve teşviki üretimlerini, ülkemize yöneltmeleri sonucu slab ithalatındaki keskin artış etkili oldu.

Türkiye'nin nihai ürün ithalatı 2016 yılı 8 aylık dönemde bir önceki yıla göre %11 oranında artarken, bu oran yassı üründe %9, uzun üründe ise %20 artış olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte yarı mamul ithalatında da bir önceki yıla göre %12 düşüş yaşanmıştır. Yassı çelik yarı mamulü olan slabta ithalat %43 azalırken, uzun ürün yarı mamulü olan kütük ithalatı %10 artış kaydetmiştir. Bu dönemde toplam Demir-Çelik ürünleri ithalatı ise %1 artışla 11,9 mn tona ulaşmıştır.

Grafik 30: Türkiye'nin Demir-Çelik Ürünleri İthalatı



Grafik 31: Türkiye'nin Demir-Çelik Ürünleri İthal Ettiği Ülkeler



Kaynak: TÜİK

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

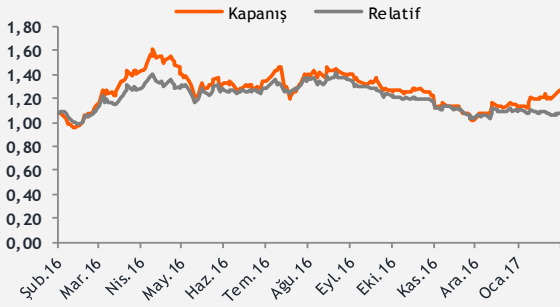


07 Şubat 2017 Salı

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Kardemir
Hisse Kodu	: KRDM - KRDM T1, KRDM D IS
Fiyat (TL)	: 1,27
Hedef Fiyatı (TL)	: 1,41
Yükselme Potansiyeli	: %11,3
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 742,6
HAO (%)	: %89

Kardemir Türkiye'nin 2,4 mn ton kapasite ile uzun mamulde cevhere dayalı üretim yapan ilk entegre demir çelik fabrikasıdır. Şirket pik, blum, kütük, nervür lü inşaat çeliği, profil, köşebent, maden direği, ray, kok ve kok yan ürünleri üretmektedir. Kardemir, ray ve ağır profil üretiminde Türkiye ve bölge ülkeler arasında tek kuruluş haline gelmiştir. Kardemir'in sermayesi 3'e bölünmüştür. A tipi hisseler sermayenin %21,08'ini, yönetim kurulu üyelerinin 4'ünü; B tipi hisseler sermayenin %10,48'ini, yönetim kurulu üyelerinin 2'sini; D tipi hisseler sermayenin %68,44'ünü, yönetim kurulu üyelerinin 1'ini temsil etmektedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	11,40	4,10	19,81
Rölatif %	-3,43	-9,69	-0,69
En Yüksek (TL)	1,16	1,24	1,08
En Düşük (TL)	1,13	1,20	1,07

## Yatırımcı Takvimi

4Ç16 Finansal Sonuçları Şubat'ın son haftası

**Analist** : Serap KAYA  
**İletişim** : 0(212) 403 4132  
[serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## Kardemir- Katma Değerli Ürünlerle Büyüyor

Son yıllarda hem kapasite artışı hem de ürün çeşitliliği açısından önemli yatırımlar gerçekleştiren Kardemir'in önümüzdeki dönemlerde ürün yelpazesinde katma değeri yüksek ürünlerin payındaki artışa bağlı olarak kar marjlarında iyileşmeler beklemekteyiz. Artan ihracat imkanları ile birlikte yurtdışı satışlarında genişleme beklediğimiz şirketin daha yüksek kapasite kullanım oranlarına ulaşabileceğini düşünüyoruz. Kardemir'i 1,41 TL hedef fiyat (%11 yükselme potansiyeli) uzun vadeli "TUT", kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" önerisi ile hisse izleme listemize ekliyoruz.

(mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Temettü	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2013	1.812	329	100	-	15,3 x	9,9 x
2014	2.189	540	370	100	4,1 x	6,0 x
2015	2.231	213	-21	-	-	15,3 x
2016T	2.397	370	-142	-	-	8,8 x
2017T	3.581	499	145	-	10,6 x	6,5 x
2018T	3.859	591	308	-	5,0 x	5,5 x

- **Artan kapasite ve ürün çeşitliliği** - Sıvı çelik üretim kapasitesini 1,8 mn tondan 2,4 mn tona çıkaran Kardemir, 2016'da 700 bin ton kapasiteli kangal haddehanesini devreye almıştır. Şirket 2018'de Demiryolu Tekerleri Tesisinin de işletmeye alınmasıyla haddehane kapasitesini 1,9 mn tona çıkarmayı planlamaktadır. Yatırım dönemi sonunda 3,5 mn nihai ürün kapasitesine ulaşmayı hedefleyen şirketin çelikhane ve haddehane kapasiteleri arasındaki fark şu aşamada katma değeri yüksek ürünlerin toplam içindeki payının daha yüksek seviyelere çıkmasını engellemektedir. Önümüzdeki dönemde yarı mamul ürünler de dahil satılabilir ürünleri maksimize edilmesinin şirket kar marjlarına olumlu yansımaları bekliyoruz.
- **Demiryolu sektöründe stratejik oyuncu olma yolunda** - Hükümetin 2023 demiryolu hedeflerinin yurtiçinde toplamda 2 mn ton (yıllık -280 bin ton) ray talebi yaratmasını, bölgenin en önemli ray üreticisi olan şirketin İran başta olmak üzere ihracat imkanlarının artmasının ise yurtdışı ray satışlarını desteklemesini bekliyoruz. Ray yanında demiryolu tekeri ve vagon gibi sektörün diğer önemli girdilerine yönelik ürün çeşitliliğine ulaşan şirket için yıllık 165 bin ton ray satışı öngörüyoruz. 2017 yılı için ise İran ve Türkiye arasında yapılan ticari anlaşma kapsamında 50 bin ton düzeyinde ray satışı tahmin ediyoruz.
- **Filyos Limanı: Düşen lojistik maliyetleri, artan ihracat imkanları** - 25 mn ton kapasiteli limanın tamamlanmasıyla Kardemir'in artan ihracat imkanlarının şirketin yurtiçi pazara bağımlılığını düşürmesini, iyileşen lojistik maliyetleri sayesinde ise ton başına FAVÖK rakamında yaklaşık 10 \$'lık iyileşme olmasını bekliyoruz.
- **FAVÖK marjında iyileşme bekliyoruz** - Enerji ihtiyacının %60'ını kendi karşılayan Kardemir'in, katma değeri yüksek ürünlerin ağırlığının artması ve Filyos Limanı'nın lojistik maliyetlere olumlu etkisi ile FAVÖK marjını 2021 yılında %20'ye taşıyacağını tahmin ediyoruz. Buna karşın lojistik engelin ortadan kalkması ile yerli cevher kullanım oranının artan üretime paralel %65'den %50'lere düşmesini, sürdürülebilir FAVÖK marjının ise %15,5 düzeyinde oluşmasını bekliyoruz.
- **Döviz bazlı yüksek borç karlılığı olumsuz etkilemektedir** - Eylül 2016 itibarıyla 1,75 milyar TL düzeyindeki finansal borçlarının %85'inin döviz cinsinden olması şirketin döviz kuru hassasiyetini artırmaktadır. Önümüzdeki dönemde ek borçlanma planlamayan Şirketin Net Borç/FAVÖK çarpanının 2016T 4,9x seviyesinden 2018T 3,1x seviyesine gerilemesini bekliyoruz.
- **Kardemir (D) için 1,41TL/hisse hedef fiyat ve uzun vadeli TUT öneriyoruz** - Kardemir (D) hissesi 6,4x 2017T FD/FAVÖK çarpanıyla Erdemir ile aynı, yurtdışı benzerlerine kıyasla %8,3 iskontoyla işlem görmektedir. Hisse son 1 ve 12 ayda BİST100'ün altında performans göstermiştir. Ancak son günlerde hisse fiyatında yaşanan yükselişler nedeniyle hedef fiyatımız %11 düzeyinde sınırlı potansiyel taşımakta olup, önerimizi TUT olarak başlatıyoruz.

07 Şubat 2017 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış Gelirleri (net)	1.240	1.498	1.527	1.641	2.451	2.641
FAVÖK	160,3	312,5	76,0	168,5	252,9	312,4
Amortisman Giderleri	65,1	56,8	69,5	84,8	88,4	92,2
FAVÖK	225,4	369,3	145,6	253,3	341,2	404,6
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansal Gelir/Gider (Net)	-51,8	-38,7	-179,1	-266,1	-160,0	-81,0
VÖK	83,2	401,6	-168,9	-145,7	126,4	329,3
Vergiler	-14,7	-21,8	100,9	2,5	13,0	-14,8
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	68,5	253,1	-14,7	-97,2	99,5	210,6
HBK		0,34	-0,02	-0,12	0,13	0,27

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Benzerleri	6	37	178	85	152	293
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	121	241	136	195	244	304
Stoklar	301	418	473	392	484	598
Maddi Duran Varlıklar	1.084	1.471	2.504	2.625	2.734	2.851
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	13	20	27	28	29
Diğerleri	253	237	206	159	141	125
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>1.769</b>	<b>2.416</b>	<b>3.516</b>	<b>3.482</b>	<b>3.782</b>	<b>4.200</b>
Finansal Borçlar	578	803	1.182	1.318	1.413	1.481
Kısa Vadeli	135	152	228	290	311	326
Uzun Vadeli	442	651	955	1.028	1.102	1.155
Ticari Borçlar	119	182	535	462	568	707
Özsermaye	851	1.071	1.608	1.510	1.610	1.820
Net Borç	572	766	1.004	1.233	1.261	1.188

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
VÖK	83	402	-169	-146	126	329
Amortisman	65	57	70	85	88	92
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-30	173	-403	85	17	19
Vergi	-15	-22	101	2	13	-15
Yatırım Harcaması	-331	-414	-400	-197	-195	-207
Temettü Ödemesi	0	0	-62	0	0	0
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	225	379	136	95	68
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-342	576	-59	-77	-147
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	421	-483	-34	145	287
Dönemsonu Nakit	6	85	178	85	152	293

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış	%7,4	%20,8	%1,9	%7,5	%49,4	%7,8
FAVÖK	%6,5	%63,9	-%60,6	%74,0	%34,7	%18,6
Net Kar	-%48,5	%269,4	-%105,8	%562,8	-%202,3	%111,6

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
FD/Satışlar	1,8	1,5	1,4	1,3	0,9	0,8
FD/FAVÖK	9,7	5,9	15,0	8,6	6,4	5,4
F/K	-	-	-	-	10,0	4,7
PEG Rasyo	-	-	-	-	0,0	0,0
PD/DD	1,2	0,9	0,6	0,7	0,6	0,5

Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Öz Sermaye Karlılığı	%8,0	%26,3	-%1,1	-%6,2	%6,4	%12,3
FAVÖK Marjı	%18,2	%24,7	%9,5	%15,4	%13,9	%15,3
Net Kar Marjı	%5,5	%16,9	-%1,0	-%5,9	%4,1	%8,0
Net Borç/Özsermaye	%67,2	%71,6	%62,5	%81,7	%78,3	%65,3
Net Borç/FAVÖK	%253,8	%207,5	%690,1	%486,8	%369,5	%293,7
KV Borç/UV Borç	%30,6	%23,3	%23,9	%28,2	%28,2	%28,2
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%48,1	%44,3	%45,7	%43,4	%42,6	%43,3
Borç/Öz Kaynak	%67,9	%75,0	%73,5	%87,3	%87,8	%81,4
Cari Oran	%133,0	%140,4	%109,3	%94,5	%101,8	%114,4
Nakit Temettü	%0,0	%5,4	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0

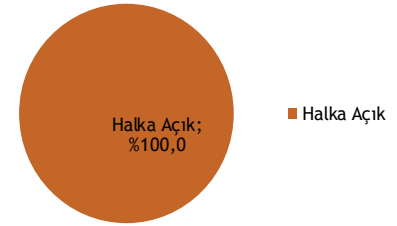
Not: Sayfaki veriler Kardemir (D)'nin sermayedeki %68,44 payı oranında düzenlenmiştir.

Şirket	Kardemir
Hisse Kodu	KRDMD - KRDM T1, KRDM IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	1,27
Hedef Fiyat (TL)	1,41
Yükselme Potansiyeli	11,3%

#### Kardemir Hakkında

Türkiye'nin uzun mamulde cevhere dayalı üretim yapan ilk entegre demir çelik fabrikasıdır. Kardemir pik, blum, kütük, nervürlü inşaat çeliği, profil, köşebent, maden direği, ray, kok ve kok yan ürünleri üretmektedir. Kardemir, ray ve ağır profil üretiminde Türkiye ve bölge ülkeler arasında tek kuruluş haline gelmiştir. Kardemir'in sermayesi 3'e bölünmüştür. A tipi hisseler sermayenin %21,08'ini, yönetim kurulu üyelerinin 4'ünü; B tipi hisseler sermayenin %10,48'ini, yönetim kurulu üyelerinin 2'sini; D tipi hisseler sermayenin %68,44'ünü, yönetim kurulu üyelerinin 1'ini temsil etmektedir.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Yurtdışı fiyatlara kıyasla daha ucuz yerli cevher kullanımı
- Bölgedeki tek ray üreticisi
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Büyük yatırımların tamamlanmak üzere olması
- Enerjideki otoprodüktör konumu

##### Zayıf Yönler

- Yüksek borç pozisyonu
- Hammadde tedarikinde ithalata bağımlılık
- Operasyonel olarak döviz açığı bulunması
- Çelikhane ve haddehane kapasiteleri arasındaki fark

##### Fırsatlar

- Filyos Limanının tamamlanmasıyla lojistik maliyetlerde azalma
- Kangal, Demiryolu tekeri ile marjı yüksek ürün payının artışı
- Ortadoğu'da tansiyonun azalmasıyla bölgeye ihracatın artması

##### Tehditler

- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- İnşaat sektöründe zayıflama
- Rus ve Ukraynalı üreticilerin arz ve fiyat baskısı

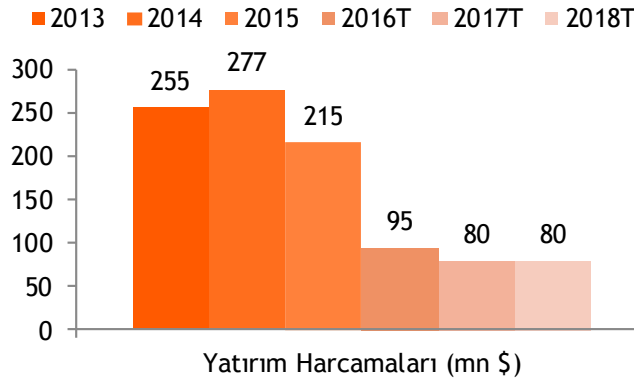
07 Şubat 2017 Salı

■ **Katma değeri yüksek ürünlerin ürün yelpazesine dahil olması karlılığa olumlu katkı sağlayacak** -- Kardemir, artan kapasitesini katma değeri yüksek ürünlere dönüştürecek olan haddehane yatırımlarını devreye almaya başlamıştır.

- **Çubuk ve Kangal Haddehanesi** -- Kardemir'in yıllık 700 bin ton kapasiteli, istenildiğinde 1,4 mn ton/yıl kapasiteye yükseltilebilecek şekilde dizayn edilen kangal haddehanesi 2016 yılında devreye girmiştir. Tesis ağırlıklı olarak otomotiv ve imalat sanayisinin ihtiyaçlarına hitap etmektedir. Yuvarlak ürünlere göre daha yüksek katma değer sağlayan kangal satışlarının 2017 yılında 210 bin tonu bulması, ortalama %30 KKO ile çalışması ve ton başına yuvarlak ürünlere göre 15\$ ek FAVÖK katkısı sağlamasını bekliyoruz. Kapasite kullanım oranının ise detay periyotta muhafazakar bir yaklaşımla %40'a ulaşacağını düşünmekteyiz.
- **Demiryolu Teker Üretim Tesisi** -- Ülkemizde üretimi olmayan ve yurtdışından tedarik edilen yük ve yolcu vagonu tekerleri ile lokomotif tekerleri üretilecek tesisin yatırım bütçesi 150 mn \$ olup kapasitesi 200 bin ton/yıl olarak planlanmakta ve 2018 yılı başından itibaren devreye alınması beklenmektedir. Önemli bir sabit gideri olmayacak tesiste amaç kapasiteyi maksimize ederek katma değeri yüksek ürünlerin toplam içindeki payının artırılmasıyla karlılığı yükseltmek olacaktır. Demiryolu tekeri haddehanesinin 2018 yılında %5, değerlendirme döneminde %15 kapasite kullanım oranıyla çalışacağını öngörerek kangal ürünü ile benzer olarak ton başına 15\$ FAVÖK katkısı sağlayacağını tahmin ediyoruz.
- **Ray Sertleştirme Hattı** -- 2017 yılının ilk yarısında tamamlanması planlanan mantarı sertleştirilmiş rayları üretmeye yönelik Ray Sertleştirme Hattı'nın tamamlanması ile ülkemizin ihtiyaç duyduğu ve mevcut durumda ithalat yoluyla karşılanan raylar üretilebilecektir.

Şirketin yatırım programları çerçevesinde 2017 ve 2018 yılında 80 mn \$, sonraki yıllar için satışların %5'i oranında yenileme yatırımları yapacağı varsayımında bulunuyoruz.

Grafik 32: Kardemir Yatırım Harcamaları (mn \$)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

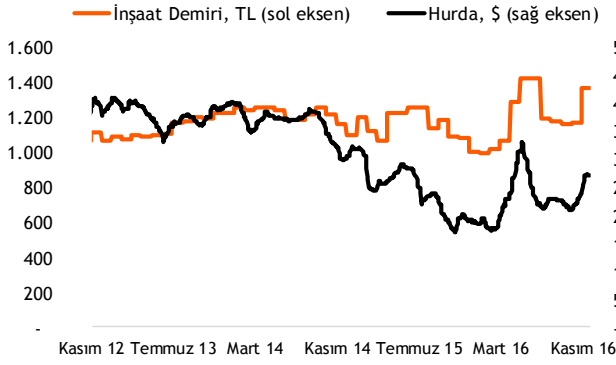
■ **Bölgedeki potansiyel demiryolu projelerinden Kardemir fayda sağlayacak** -- Kardemir'in yurtiçi ve yurtdışı talebin desteğiyle katma değeri yüksek ray satışlarının değerlendirme dönemimiz boyunca 165 bin ton/yıl seviyelerinde yapılacağını öngörüyoruz.

- **Hükümetin 2023 hedefleri yurtiçi ray talebini destekleyecek** -- Hükümet 2023 hedefleri çerçevesinde; 13.000 km'lik yeni hat ve 4.400 km'lik hat yenilemesi yapılmasını, demiryolu taşımacılığın payının yolcуда %10 yükte %15'e çıkarılmasını, demiryolu sektörünün serbestleşme sürecinin tamamlanmasını belirlemiştir. Söz konusu hedefler hesaplamalarımıza göre 2 mn tonluk ray talebi yaratacaktır.
- **İran ray satışları için önemli bir pazar** -- İran ve Türkiye'nin yaptığı ticari anlaşma kapsamında Tüpraş'ın İran'dan aldığı ham petrol ile Kardemir'in İran Devlet Demir Yolları'na gönderdiği ray ödemeleri birbirinden mahsup ediliyor. Kardemir'in İran'a yapacağı ray satışlarının 2017'ye yansiyacak tonajının 50 bin ton düzeyinde olmasını beklerken orta vadede ray satışlarının demiryolu tekeri satışlarının da yolunu açacağını düşünüyoruz.
- **Ortadoğu ve Avrupa pazarları ray satışları için önemli potansiyel yaratacak** -- Avrupa'ya da ray satmak isteyen Kardemir Filyos Limanının tamamlanmasıyla bu imkana kavuşacaktır. Suriye ve Irak'ta da barışın sağlanmasıyla bölgede yeniden yapılanma ve imar başlaması aynı doğrultuda gündeme gelmesi muhtemel potansiyel demiryolu projeleri Kardemir için önemli fırsatlar yaratmaktadır.

07 Şubat 2017 Salı

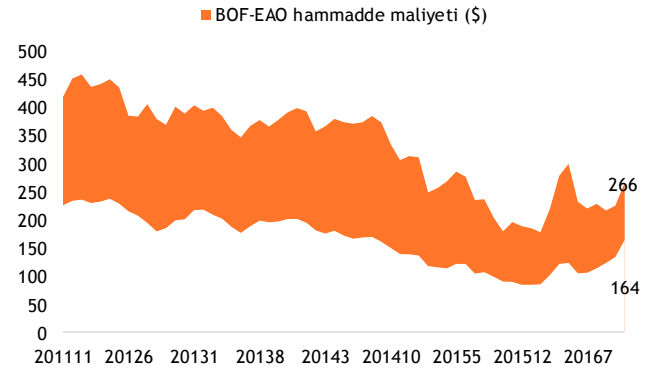
- **EAO'lara göre maliyet avantajı fiyatlama gücü yaratıyor** -- Elektrikli ark ocaklarına kıyasla daha kaliteli ürün üretebilmesi ve entegre tesis olmanın maliyet avantajı sayesinde oluşan fiyatlama gücü Kardemir ürünlerine talebi olumlu etkilemektedir. Hurda, cevher ve kok kömürü fiyatları arasındaki makas rekabette belirleyici rol oynarken, hali hazırda bu makas 100\$/ton civarında entegre tesisler lehinedir. Ek olarak, toplam 110MW'ı bulan kapasitesi sayesinde enerji tüketiminin %60'ını kendi imkanlarıyla karşılayan Kardemir'in çoğunluğu uzun çelik üreten EAO'lara göre sahip olduğu bu avantajları, piyasa konumlanması ve fiyatlama gücü açısından önemli olarak değerlendiriyoruz.

Grafik 33: İnşaat Demiri (TL), Hurda (\$) (TL)



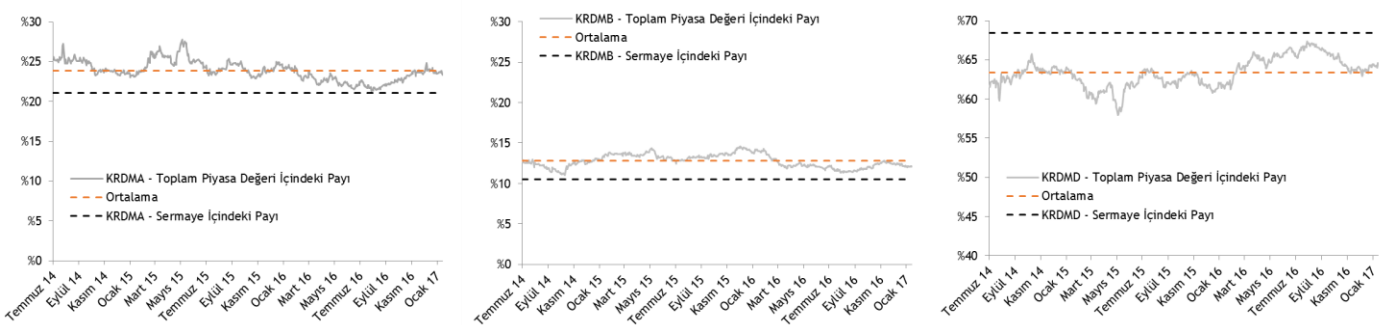
Kaynak: Bloomberg, Kardemir

Grafik 34: EAO - BOF hammadde maliyeti (\$)



- **Ana ortaklık ve azınlık payları arasında muhtemel çıkar çatışması Şirket için en önemli risk olarak görüyoruz** -- Kardemir hisseleri A, B ve D olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. A, B ve D hisselerinin sermayedeki payları sırasıyla %10, %21 ve %69 düzeyindedir. Yönetim kurulu A grubu hisseler 4 kişi, B grubu hisseler 2 kişi ve D grubu hisseler 1 üye ile temsil etmektedir. Hisselerin yönetim kurulundaki temsilcileri hariç herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır. A ve B tipi hisselerin %51'ine sahip Yolbulan, Güleç ve Yücel Aileleri şirketi kontrol etmektedir. Söz konusu ailelerin demir-çelik sektöründe faaliyet gösteren ve Kardemir'den yarı mamul tedarik eden şirketlere sahip olması, Kardemir açısından çıkar çatışmasına ortam hazırlamaktadır. Kardemir satışlarının %40'ı oranında pay sahiplerine, ortaklıkları oranında öncelikli alım hakkı tanımaktadır. Kardemir ortaklara satış yaptığı ürün miktarlarını şeffaflık gereği açıklıyor ve satışlarda herhangi bir iskonto uygulamıyor olsa da, bu strateji Şirketin katma değeri yüksek ürünlerin toplam içindeki payının düşük kalmasına neden olmuştur. 2015 yılında 1,94 mn ton satış gerçekleştiren Kardemir, bu tonajın %9,2'sini üç büyük ortağına yapmıştır. Şirket son yıllarda kurumsal yönetim anlamında ciddi gelişmeler kaydetse de bu yönde atılacak yeni adımları hem şirket hem de yatırımcılar açısından önemli görüyoruz.

Grafik 35: Kardemir hisselerinin toplam sermaye ve piyasa değeri içindeki payı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

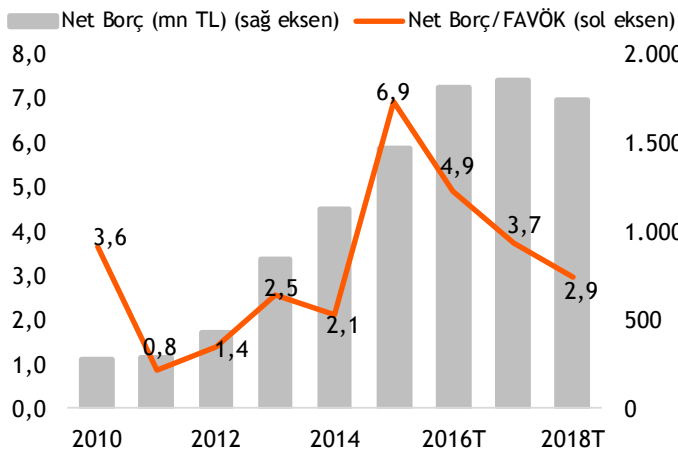
- **Lojistik maliyetler ve Filyos Limanı** -- Kardemir hem hammadde temini, hem de ürün sevkiyatında lojistik giderlerini düşürmek için ciddi liman ihtiyacı içerisinde bulunmaktadır. Hali hazırda Eren Enerji Limanını kullanan şirket, Eren Enerji Limanındaki sınırlı imkanlar ve yüksek maliyetler nedeniyle alternatif liman arayışı içindedir. Bu süreçte şirket önemli bir maliyet unsuru olan Çatalağzı - Eren Enerji Limanı arasındaki yaklaşık 5 km'lik karayolu yerine demiryolu ara bağlantı hattı kurarak maliyetleri bir miktar aşağı çekmiştir. Bununla birlikte şirket için bu konudaki dönüm noktası Kardemir'in ihtiyacını karşılayacak Filyos Limanının temelini atılması oldu. Kardemir, geçtiğimiz ay temeli atılan ve 15 Temmuz 2019'da açılması hedeflenen 25 mn ton kapasiteli limanın yaklaşık 10 mn tonunun kullanım haklarını, vinç yatırımını kendi yaparak kiralama yoluna gidecek. Limanın

07 Şubat 2017 Salı

yapımının tamamlanmasıyla Şirketin lojistik maliyetlerindeki azalma yılda 20 mn \$ civarında (ton başına yaklaşık 10 \$) FAVÖK artışını beraberinde getirecek. Yaklaşık 3,5 yılda tamamlanması planlanan limanın Şirketin kapasite kullanım oranlarına ve üretim hacmine olumlu katkısı olacağını ve ihracat pazarında maliyet avantajı sağlamasını bekliyoruz.

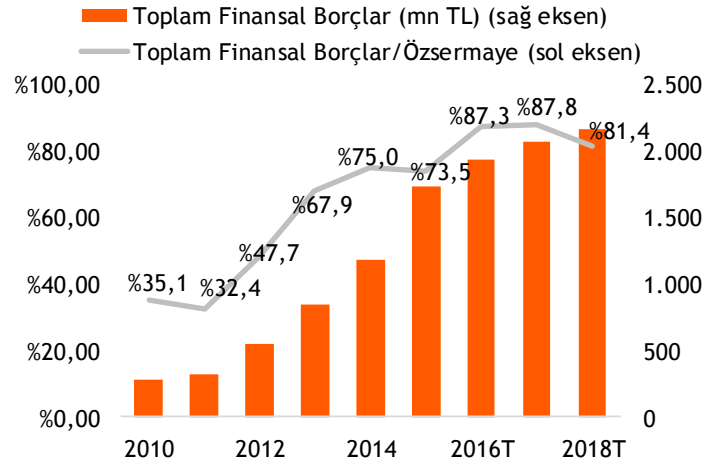
- **Şirketin önümüzdeki dönemde net borcunun FAVÖK'e oranının gerilemesini bekliyoruz** -- Kardemir'in 30 Eylül 2016 itibarıyla kısa ve uzun vadeli finansal borçları toplamı 1,751 mlr TL düzeyindedir. Kardemir'in finansal borçlarının %53'ü Dolar, %32'si Euro, %16'sı TL cinsinden olup, 1 yıl içinde ödenecek krediler toplamın %21'ini; 1-5 yıl içinde ödenecek krediler %53'ünü, 5 yıl ve daha uzun vadeli krediler ise %25'ini oluşturmaktadır. Önümüzdeki 3 yıllık dönemde net borcunun kademeli olarak azalacağını tahmin ettiğimiz Şirketin Net Borç/FAVÖK çarpanının 2016T 4,9x seviyesinden 2018T 3,1x seviyesine gerilemesini beklemekteyiz.

Grafik 36: Net Borç ve Net Borç/FAVÖK gelişimi



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 37: Finansal Borçlar ve Özsermayeye oranı



- **Hisse geri alım programı** -- Şirket, borsada nominal bedeli 50 mn TL tutarına kadar kendi paylarından geri alımının gerçekleştirilmesine ve geri alım için ayrılacak fonun en fazla 50 mn TL olarak belirlenmesine karar vermiştir. Alınan kararın etkisinin geri alım için hisselerle alt fiyat belirlenmemesi ayrılan fon büyüklüğünün Kardemir hisselerinin toplam piyasa değerinin yaklaşık sadece %3'üne tekabül etmesi nedeniyle, hisseler üzerinde sınırlı etkisi olmasını bekliyoruz.

Tablo 6: Kardemir hisse geri alım programı

	KRDMA	KRDMB	KRDMD	KARDM
Piyasa Değeri (mn TL)	358	185	991	1.534
Geri Alım İçin Ayrılan Fon Büyüklüğü (mn TL)**	11	5	34	50
Ayrılan Fon Büyüklüğü/Piyasa Değeri (%)	%3	%3	%3	%3

\*İştiraklerin elindeki hisseler hariç

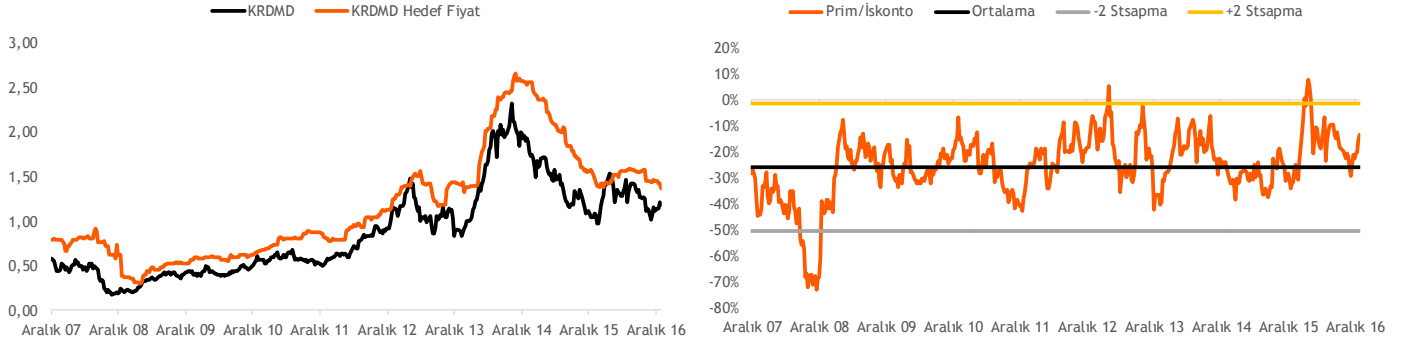
\*\* Kardemir tarafından tüm hisseler için 50 mn TL düzeyinde ayrılan fon, Vakıf Yatırım Araştırma tarafından varsayımsal olarak hisselerin sermayedeki payları oranında bölünerek dağıtılmıştır.

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Kardemir'in düşük iskonto ile işlem görmesi gerektiğini düşünmekteyiz** -- Kardemir (D) hedef fiyatına göre tarihsel olarak iskontolu işlem görmektedir. KRDMMD son 10 yılda ortalama olarak hedef fiyatına göre %26 iskontolu işlem görürken, bu dönemde maksimum %8 primli işlem görmüş, iskonto oranı ise en çok %73 düzeyine ulaşmıştır. İlgili dönemde +/- 2 Standart Sapma bandı (-%1, +%50) seviyesindedir. Hali hazırda ortalama hedef hisse fiyatlarına göre %13 iskontolu işlem gören Kardemir (D)'nin i-katma değeri yüksek ürünlerin payının artacağı, ii kurumsallaşmaya yönelik gelişmelerin devam edeceği, ii- Filyos Limanı'nın devreye girmesiyle ihracatının yükseleceği gerekçeleriyle düşük iskonto ile işlem görmesi gerektiğini düşünüyoruz.

07 Şubat 2017 Salı

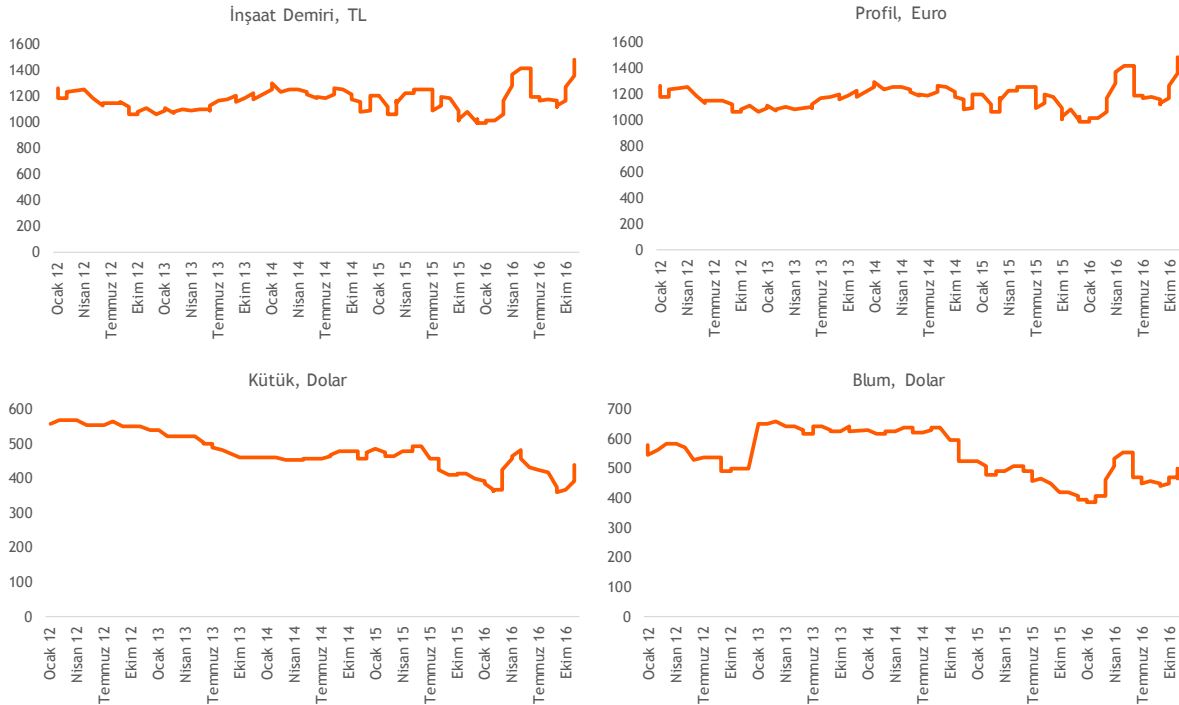
Grafik 38: Kardemir Hedef Fiyat ve Hedef Fiyata Göre Ortalama Prim/İskonto



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Satışlar \$, € ve TL, maliyetler ağırlıklı olarak TL cinsinden oluşmaktadır** -- Şirketin kütük, pik demir, ray ve kangal satışları ABD Doları cinsinden, demiryolu ve profil çelik satışları Euro cinsinden ve diğer uzun çelik satışları Türk Lirası cinsinden belirlenmektedir. Yabancı paranın değer kazandığı dönemlerde maliyetlerin ağırlıklı olarak TL cinsinden oluşması ve gelirlerin yabancı para cinsinden belirlenmesi nedeniyle Şirkete avantaj sağlamaktadır. Öte yandan Şirket operasyonel tarafta kur kaynaklı olumsuzlukları dengelemek için liste fiyatlarını kur gelişmelerine bağlı olarak güncellemektedir.

Grafik 39: Kardemir'in ürün satış fiyatları



Kaynak: Kardemir, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

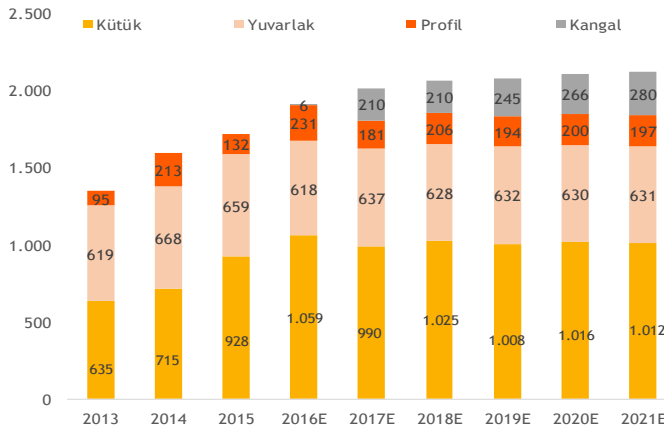
- **Kardemir 3,5 mn ton kapasiteye ulaşmayı hedefliyor** -- Devreye giren 5. yüksek fırın ve yeni oksijen konvertörleriyle sıvı çelik üretim kapasitesini 1,8 mn tondan 2,4 mn tona artıran Kardemir'in hedefi 3,5 mn ton kapasitesine ulaşmaktır. 2018'de Demiryolu Tekeru Tesisinin de devreye girmesiyle haddehane kapasitesini ise 1,9 mn tona çıkarmayı planlamaktadır. Çelikhane ile haddehane kapasiteleri arasındaki fark katma değeri yüksek ürünlerin toplam üretim içindeki payının daha yüksek seviyelere çıkmasına engel olmaktadır. Ancak Şirket kütük gibi yarı mamul ürünler de dahil satılabilir ürünleri maksimize ederek karlılığını artırmayı planlamaktadır. Şirketin kütük ve blum satışları toplamın %50'ini oluştururken bu ürünlerin marjları ray ve profile göre daha düşük seviyededir. 2017'de kangal, 2018'de demir yolu tekeru gibi katma değeri yüksek ürünlerin dahil olmasıyla Şirket karlılığının artmasını bekliyoruz.

07 Şubat 2017 Salı

Satış hacmindeki büyümeye paralel 2017-2021 periyodu için gelirlerde yıllık %2,3 bileşik büyüme oranı öngörüyoruz. Demiryolu tekeri ve kangal satışlarının tahminlerimizin üzerinde gerçekleşme ihtimalinin yüksek oluşu, Şirket gelirlerinde değerlendirme varsayımlarımıza göre yukarı yönlü risk yaratıyor. 2017-2022 periyodu için ürün fiyatlarının dolar bazında aynı kalacağını öngördük, gelirlerdeki büyüme ise hacimdeki ve kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır.

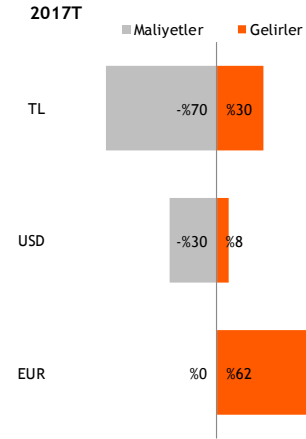
- Türkiye uzun çelikte net ihracatçı olmasına rağmen, Kardemir satışlarının %92'sini yurtdışına satmaktadır... İhraç ürünleri ray ve profilden oluşmakta olup, çoğunlukla Ortadoğu ve Afrika bölgesine satılmaktadır. Önümüzdeki dönemde Filyos Limanı'nın tamamlanmasıyla ihracat lehine gelişmeler söz konusu olacaktır.

Grafik 40: Kardemir Ürünlerin Satış Miktarları (Bin ton)



Kaynak: Kardemir, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 41: Gelir-Maliyet Dağılımı



Tablo 7: Kardemir Satış ve Fiyat projeksiyonu

Satış/ton	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Kütük	635.115	715.428	928.187	1.058.617	990.485	1.024.551	1.007.518	1.016.034	1.011.776
Yuvarlak	619.389	667.811	659.176	618.440	636.932	627.686	632.309	629.998	631.153
Profil	94.621	212.590	131.554	231.310	180.899	206.105	193.502	199.803	196.653
Ray	166.739	125.623	177.229	126.355	165.309	152.328	162.300	160.960	164.350
Kangal				5.733	210.000	210.000	245.000	266.000	280.000
Demiryolu Tekeri						10.000	20.000	30.000	40.000
Diğerleri	38.874	11.518	38.823	34.105	39.137	38.584	38.860	38.722	38.791
<b>Toplam</b>	<b>1.554.738</b>	<b>1.732.970</b>	<b>1.934.969</b>	<b>2.074.560</b>	<b>2.222.762</b>	<b>2.269.254</b>	<b>2.299.489</b>	<b>2.341.517</b>	<b>2.362.724</b>

Toplam İçindeki Payı (%)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Kütük	%41	%41	%48	%51	%45	%45	%44	%43	%43
Yuvarlak	%40	%39	%34	%30	%29	%28	%27	%27	%27
Profil	%6	%12	%7	%11	%8	%9	%8	%9	%8
Ray	%11	%7	%9	%6	%7	%7	%7	%7	%7
Kangal				%0	%9	%9	%11	%11	%12
Demiryolu Tekeri						%0	%1	%1	%2
Diğerleri	%3	%1	%2	%2	%2	%2	%2	%2	%2

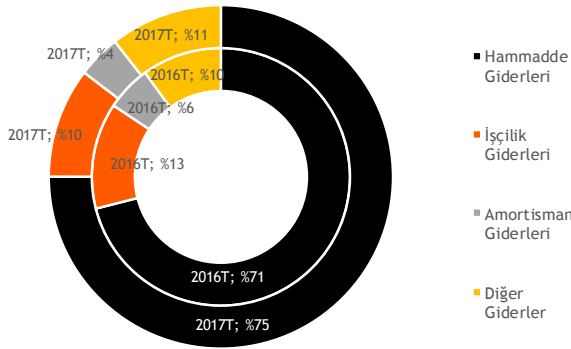
Fiyat - FX/ton	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Kütük-USD		507	353	318	392	392	392	392	392
Yuvarlak-USD		553	409	370	419	419	419	419	419
Profil-EUR		467	436	382	438	438	438	438	438
Ray-USD		640	638	714	818	818	818	818	818
Kangal-USD				465	465	465	465	465	465
Demiryolu tekeri-USD						465	465	465	465

Kaynak: Kardemir, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

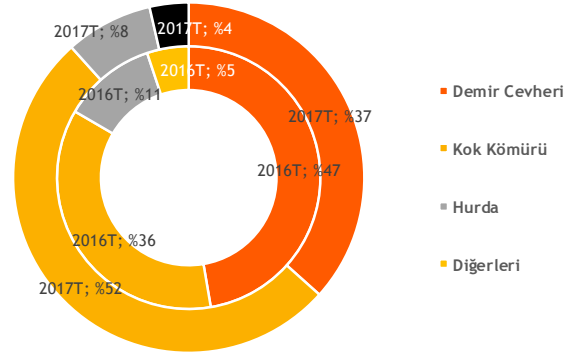
07 Şubat 2017 Salı

■ **Artan kapasite ile yerli hammadde kullanım oranının azalmasını bekliyoruz** -- Şirket demir cevheri tedarikinin %65'ini yurtdışından sağlamaktadır. Yurtdışı demir cevheri, üreticilerinin ihraç pazarlarına sınırlı erişimi ve cevherin daha düşük kaliteli olması nedeniyle yurtdışı fiyatlarına kıyasla daha ucuzdur. Geçtiğimiz yıl demir cevheri fiyatlarında yaşanan düşüş, yerli cevher alımının avantajını kaybetme noktasına getirmiştir. Dolayısıyla Kardemir için yurtdışı hammadde fiyatlarının yurtdışı seviyelerinden yukarıda olması maliyet avantajı sağlamaktadır. Şirketin yerli demir cevherini kullanım oranı önceki yıllarda %85-90 düzeyindeyken, kademeli bir şekilde geri çekildiğini gözlemliyoruz. Türkiye'nin demir cevheri kaynağının sınırlı olması, düşük tenörlü cevherin bazı yüksek fırınlarda kullanılabilirliğinin azalması, önümüzdeki dönemde cevher kullanımında yurtdışı ağırlığın artmasına (3,5 mn ton üretime göre yerli kullanım %50'ye gerileyebilir) neden olacaktır. Bununla birlikte yerli cevher üreticileri için Kardemir tek alıcı konumdadır ve bu da elini fiyatlama anlamında güçlendirmektedir. Kardemir ithal demir cevheri alımlarını yılda 2 kez fiyat endeksinde göre, yerli cevher alımlarını ise yılda 1 yapılan kontratlarla tedarik etmektedir. Kardemir demir cevheri tedarikinin aksine kok kömürü ihtiyacının yaklaşık %90'ını yurtdışından sağlamaktadır. Amerika, Kanada ve Avustralya'dan temin edilen kok kömürü alımları yılda 2 kez kontratlara bağlanarak yapılmaktadır. Kardemir diğer önemli hammaddesi olan hurdanın yaklaşık yarısını yurtdışı kaynaklardan elde ederken kalanı kendi fabrikasından döngüsel şekilde sağlamaktadır. Bu da hurda maliyetlerini yarı yarıya düşürmektedir.

Grafik 42: Kardemir Satışların Maliyetleri Dağılımı



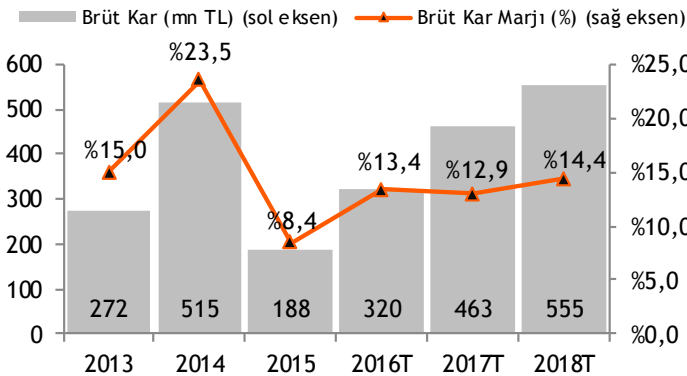
Grafik 43: Kardemir Hammadde Maliyetleri Dağılımı



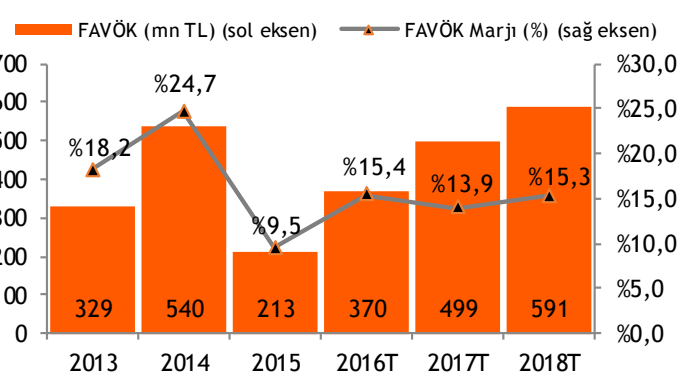
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

■ **2017'de FAVÖK marjının %13,9'a gerilemesini bekliyoruz** -- 2015 yılı Kardemir'in ton başına ağırlıklı ortalama ürün fiyatlarında %9 düşüş, giderlerinde ise 2014 yılından kalan yüksek maliyetli hammadde alımlarının etkisiyle %9'luk yükselişin yaşadığı bir yıl oldu. Ayrıca ürün gamında karlılığı düşük yarı mamul ürünlerin artış göstermesi operasyonel marjların daralmasına neden oldu. 2016 yılında Kardemir'in ton başına maliyetlerinin hafif gerilerken, ağırlıklı ortalama fiyatlarının 2015 yılına paralel gerçekleştiğini, hacimde ise %7'lik yükseliş kaydettiğini tahmin ediyoruz. Kardemir yönetimi 2017 yılı bütçesinde sıvı çelik üretim hacminin 2,4 mn ton/yıl seviyelerine ulaşmasını beklediğini, maliyetleri düşürmenin önceliği olacağını açıkladı. Ayrıca 2017 yılında Çubuk ve Kangal Haddehanesinin de şirketin rekabet gücüne olumlu yansımaları olacağı düşünülmektedir. FAVÖK marjında katma değeri yüksek ürünlerin ağırlığının artması ve Filyos Limanının devreye girmesi ile 2021 yılında %20'lik seviyeye ulaşabileceğini öngörüyoruz.

Grafik 44: Kardemir Brüt Kar (mn TL) ve Brüt Kar Marjı (%)



Grafik 45: Kardemir FAVÖK (mn TL) ve FAVÖK Marjı (%)

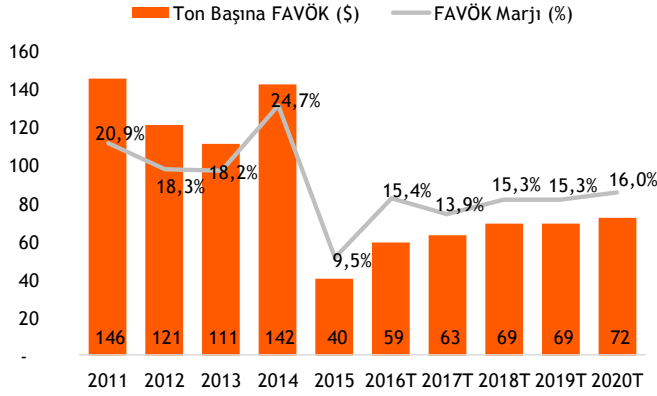


Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

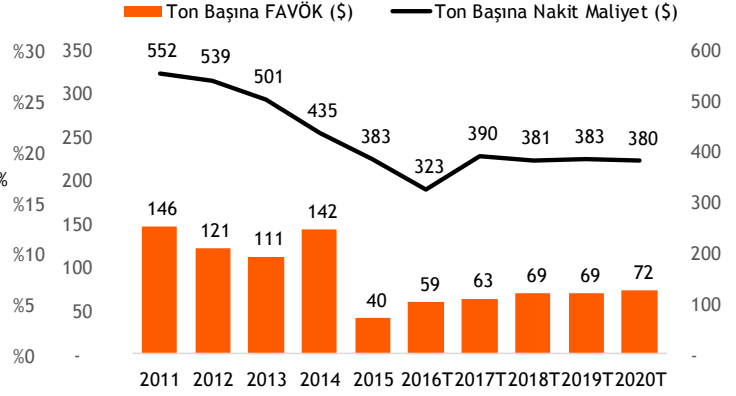


07 Şubat 2017 Salı

Grafik 46: Kardemir Ton Başına FAVÖK (\$) ve FAVÖK Marjı (%)



Grafik 47: Kardemir Ton Başına FAVÖK ve Nakit Maliyet (\$)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

## Değerleme ve Öneri

Kardemir'in hedef değerini hesaplarırken %70 İNA ve %30 benzer şirket piyasa çarpanları ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. İNA'nın daha yüksek ağırlıklandırılmasında modelin, üretim kapasitesi ve ürün yelpazesindeki değişikliklerin etkisini daha iyi yansıtacağına inanmamızın yanında benzer şirketlerle olan operasyonel farklılıklar, hisselerin piyasada farklı iskontolarla işlem görmesi gibi nedenler etkili olmuştur. Piyasa çarpanları yönteminde net kârın yüksek döviz borcu etkisiyle dalgalanmaya maruz kalabileceği düşünülerek F/K çarpanı kullanılmamış olup, daha stabil olmasını beklediğimiz 2017T FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır.

Kardemir (D) için hesaplanmış olduğumuz piyasa değeri, Kardemir'in iştirakleri yoluyla elinde bulundurduğu hisseler oranında düzeltilerek 1,41 TL/hisse, %11 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi ise "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

## Değerlememize ilişkin riskler ve potansiyeller

- Kardemir ürünleri ağırlıklı olarak inşaat sektöründe kullanılmaktadır. İnşaat sektöründeki hareketler demir-çelik sektörünün aşağı/yukarı hareket etmesinde etkili olmaktadır.
- Çelik fiyatlarındaki ve hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satış gelirleri varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır.
- Varsayımlarımızdan yüksek/düşük Dolar/TL kuru şirket karlılığını negatif/pozitif etkileyebilir.
- Kardemir satışlarının yaklaşık %10'u ihracattan oluşmaktadır. Uzun ürünlerde ihrac pazarı olan Ortadoğu ülkelerindeki gelişmeler şirket için yukarı/aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Tablo 8: Kardemir Değerleme Yöntemi

Değerleme Yöntemi	12 Aylık		
	Ağırlık	Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK (2017T)
İNA	%70	1.198	8,0
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	2.063	10,3
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri		1.457	8,7

Tablo 9: Kardemir Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Benzer Şirketler Çarpan Analizi	2017T
FAVÖK (mn TL)	499
Benzer Şirketler FD/FAVÖK (Medyan)	7,0
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	2.063

Benzer şirketlere ilişkin veriler Ek 1'de detaylı olarak gösterilmiştir.

07 Şubat 2017 Salı

Tablo 10: Kardemir Ortaklık&amp;Sermaye Yapısı ve Kardemir (D) İçin Belirlediğimiz Hedef Fiyat

	A Tipi	B Tipi	D Tipi	Toplam
Oy Hakkı	4	2	1	7
Dağıtılan Temettü İçindeki Payı (%)	%21	%10	%68	
Piyasa Değeri İçindeki Payı (%)	%24	%13	%63	
Sermaye (milyon TL)	240	119	780	1.140
<i>Toplam içindeki payı</i>	%21	%10	%68	
Karçel'in Elindeki Hisseler (milyon TL)	15	15	28	57
Kardökmak'ın Elindeki Hisseler (milyon TL)	28	14	10	52
Düzeltilmiş Sermaye (milyon TL) *	198	91	743	1.031
	%19	%9	%72	
Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)**			1.050	
Hedef Fiyat (TL)			1,41	
Kapanış (TL)			1,27	
Yükselme Potansiyeli (%)			%11	

\*İştiraklerin Elindeki Hisseler Hariç

\*\*Hedef Piyasa Değerine düzeltilmiş sermayeye göre ulaşılmıştır.

## İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %11,0 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,3x beta (terminal yıl için 1,0x) ve %3 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- **Muhafazakar satış geliri büyüme tahmini** -- Satış hacmindeki büyümeye paralel 2017-2021 periyodu için gelirlerde yıllık %2,3 bileşik büyüme oranı öngörüyoruz. Demiryolu tekeri ve kangal satışlarının tahminlerimizin üzerinde gerçekleşme ihtimalinin yüksek oluşu, Şirket gelirlerinde değerlendirme varsayımlarımıza göre yukarı yönlü risk yaratmaktadır. 2017-2022 periyodu için ürün fiyatlarının dolar bazında aynı kalacağını öngörüyoruz. Satış gelirlerindeki büyüme ise hacimde ve kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır.
- **Şirketin operasyonel marjlarının kademeli olarak artmasını bekliyoruz** -- FAVÖK marjında katma değeri yüksek ürünlerin ağırlığının artması ve Filyos Limanının devreye girmesi ile 2021 yılında %20'lik seviyeye ulaşabileceğini öngörüyoruz. Öte yandan önümüzdeki dönemde ithal cevher kullanımının artmasının marjların daha yüksek seviyelerde oluşmasını sınırlandıracağını düşünüyoruz. Buna göre değerlendirme çalışmamızda şirket için %15,5 sürdürülebilir FAVÖK Marjı öngörüyoruz.
- **Yatırım harcamaları** -- Şirketin yatırım programları çerçevesinde 2017 ve 2018 yılında 80'er milyon \$, sonraki yıllar için ise önemli bir kapasite yatırımı yapmayacağı ve satışların %5'i oranında yenileme yatırımları yapacağı varsayımında bulunuyoruz.
- **Çalışma sermayesi ihtiyacı** -- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacını ortalama 43 gün alacak tahsil süresi, 98 gün stok devir süresi ve 100 gün ticari borç ödeme süresi varsayımları ile hesaplamaktayız.
- **Vergi oranı** -- Kardemir Ekim 2014'te 343 milyon TL'lik demiryolu tekerleği yatırımı için vergi teşvik belgesi almıştır. Şirketin bu yatırımı "stratejik yatırım" olarak değerlendirilmektedir. Yatırım, KDV, gümrük vergilerinden muaf olmakla beraber yatırım teşvikleri vergi indirimi oranı (%90 indirimli kurumlar vergisi, %50 yatırıma katkı oranı), sigorta primi işveren hissesi desteği (7 yıl) faiz desteği de içermektedir. Şirket teşvik belgesi kapsamında 398,8 milyon TL yatırım harcaması yapmış olup, yaklaşık 254 milyon TL vergi indirimi sağlamıştır. Önümüzdeki dönemde vergilendirilebilir mali kar elde edebildiği durumda 88 milyon TL vergi indirimi sağlayabileceğini hesaplıyoruz. Bu kapsamda 2017 ve 2018 için ertelenmiş vergi geliri kaydetmesini bekliyoruz, 2019 ve sonrası için vergi oranını %20 olarak kullanıyoruz.

07 Şubat 2017 Salı

Tablo 11: Kardemir - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Kardemir (KARDM) - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

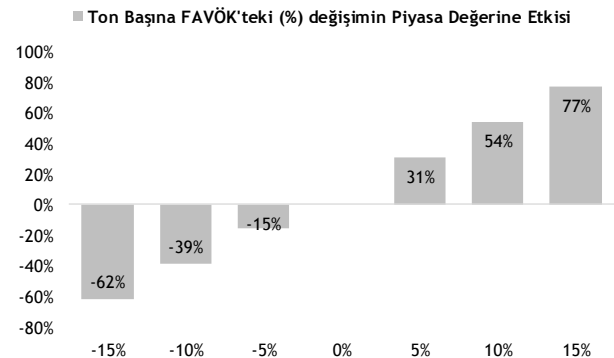
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%10,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0
Özsermaye Maliyeti	%17,5	%17,5	%17,5	%17,5	%17,5	%15,5
Borçlanma Maliyeti	%15,0	%15,0	%15,0	%15,0	%15,0	%14,5
Vergi Oranı	%15,0	-%6,6	-%20,0	-%20,0	-%20,0	-%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%17,3	%14,0	%12,0	%12,0	%12,0	%11,6
Özsermaye Oranı	%43,4	%42,6	%43,3	%46,2	%49,6	%52,9
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%17,4	%15,5	%14,4	%14,5	%14,7	%13,7

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Satış Gelirleri	3.581	3.859	3.848	3.770	3.924	4.042
<i>Büyüme</i>	%49,4	%7,8	-%0,3	-%2,0	%4,1	%3,0
FVÖK	369	456	454	465	643	485
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	%10,3	%11,8	%11,8	%12,3	%16,4	%12,0
Vergi Oranı (%)	%15	-%7	-%20	-%20	-%20	-%20
Vergi	19	-22	-75	-76	-104	-117
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	388	435	379	389	539	368
+ Amortisman	129	135	137	138	140	142
FAVÖK	499	591	590	603	783	627
<i>FAVÖK Marjı</i>	%13,9	%15,3	%15,3	%16,0	%20,0	%15,5
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-%222	-%212	-%222	-%139	-%135	-%100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-25	-28	17	24	37	26
Satışlardaki değişim	1.184	278	-11	-78	154	118
<i>Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim</i>	-%2,1	-%10,2	-%157,1	-%30,5	%23,8	%22,2
- Yatırım Harcamaları	287	285	302	192	189	142
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	206	256	230	358	527	394
Sonsuz Büyüme Oranı						%3,0
Sonsuza Giden Değer						3.802
İskonto Faktörü	0,96	0,83	0,73	0,63	0,55	0,49
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 30 Eylül 2016	198	213	167	228	292	1.851
Firma Değeri - 30 Eylül 2016	2.949					
Net Borç	1.751					
Özsermaye Değeri - 30 Eylül 2016	1.198					
Öz Sermaye Maliyeti	%17,5					
12A Hedef Özsermaye Değeri	1.486					

İNA analizimizin iskonto ve sonsuz büyüme oranlarına hassasiyetini görmek adına yaptığımız “duyarlılık analizi” diğer her şey sabit iken risksiz faiz oranlarındaki 50 bp artışın değerlemeyi %10 düşürürken, sonsuz büyüme oranında 50 bp artışın ise hedef değeri %20 artırdığına işaret etmektedir.

Sonsuz Büyüme	Risksiz Faiz Oranı					
	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	
1,0%	1.032	925	826	734	648	
2,0%	1.229	1.104	990	884	786	
3,0%	1.466	1.319	1.185	1.062	949	
4,0%	1.758	1.581	1.421	1.276	1.143	
5,0%	2.126	1.908	1.712	1.537	1.378	



07 Şubat 2017 Salı

## 4Ç16 Finansal Tahminler

Kardemir'in 4Ç16'da 635 bin ton ürün satışı gerçekleştirdiğini gelirlerinin 841 m TL ile geçen yıla göre %42, önceki çeyreğe göre %56 artış göstermesini bekliyoruz. Bu dönemde FAVÖK'ünün 157 m TL, FAVÖK marjının %19'a ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin yüksek borçluluk kaynaklı döviz açık pozisyonu nedeniyle 290 m TL kur zararı kaydedeceğini, net zararının 126 m TL düzeyinde oluşmasını bekliyoruz.

Tablo 12: Kardemir 4Ç16 Finansal Tahminleri

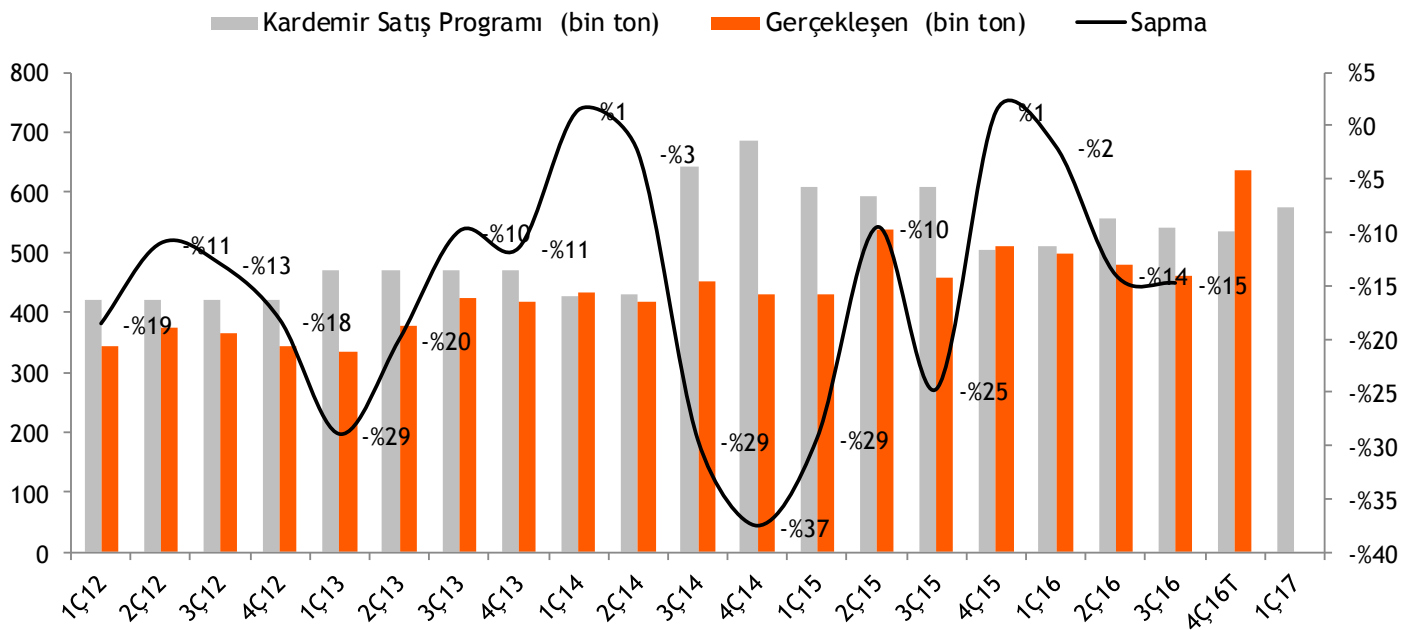
Gelir Tablosu - m TL						Kons.	Sapma %
Kardemir	4Ç16T	3Ç16	Çeyrekse %	4Ç15	Yıllık %		
Satış (bin ton)	635	462	%37,7	509	%24,7		
Net Satışlar	841	538	%56,2	591	%42,3	806	%4,3
FAVÖK	157	98	%60,9	10	a.d.	140	%12,2
Net Kar	- 126	- 20	a.d.	114	a.d.	- 159	-%20,8
Ton Başına FAVÖK (\$)	75	71	%5,3	7	a.d.	67	%12,2
FAVÖK Marjı	%18,7	18%	0,5 yp	%1,6	17 yp	%17,4	1,3 yp
Net Kar Marjı	-%15,0	-4%	-11,2 yp	%19,3	-34,2 yp	-%19,7	4,8 yp

## 1Ç17 Satış Programı

Kardemir her çeyreklik dönem için satış programı açıklamaktadır. Şirket çeyreklik dönem başında 4Ç16 için 536 bin ton çelik satışı gerçekleştireceğini açıklamış olup, 2016 gerçekleştirmelerini deklare ettiği KAP bildiriminde, 635 bin ton seviyesinde oluştuğuna işaret etmektedir.

Şirketin 1Ç17 dönem satış programında ise 1Ç16 dönemindeki gerçekleştirmelere göre toplamda %15'lik bir artış planlanmaktadır. Kangal satışlarının eklenmesinin yanında satışlardaki büyümenin önemli bir kısmının kütük ve blum satışlarındaki, artıştan meydana geleceği görülmektedir.

Grafik 48: Kardemir Satış Programı, Gerçekleşen Tonajlar ve Oluşan Sapmalar



Kaynak: Kardemir, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Şubat 2017 Salı

Tablo 13: Kardemir - Vakıf Yatırım ve Konsensüs Karşılaştırma

Kardemir mn TL	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons. 2016T	Fark	VKY	Kons. 2017T	Fark
Kardemir (D) 12A Hedef Fiyat	1,41	1,38	%2,4						
Net Satışlar				2.397	2.379	%0,8	3.581	2.533	%41,4
FAVÖK				401	353	%13,7	499	391	%27,5
Net Kar				-142	-148	-%3,9	145	91	%59,7
FAVÖK Marjı				16,7%	14,8%	1,9 yp	13,9%	15,4%	-1,5 yp
Net Kar Marjı				-5,9%	-6,2%	0,3 yp	4,1%	3,6%	0,5 yp

## Kardemir İştirak Yapısı

Kardemir, çelik konstrüksiyon imalatı, döküm ve talaşlı imalat, elektrik üretimi, sigorta işlemleri, çimento, demiryolu makası üretimi ve cevher üretimi olmak üzere yedi şirketten oluşuyor. Karçel, Kardökmak ve Enbatı tam konsolide edilmekte olup, toplam gelirler içinde %5 paya sahiptir. Erdemir Madencilik Şirketin bilançosunda finansal yatırımlarda yer almaktadır. Kardemir Sigorta ve Vadensaş özkaynaktan pay alma yöntemi ile muhasebeleştirilmektedir.

Tablo 14: Kardemir İştirak Yapısı

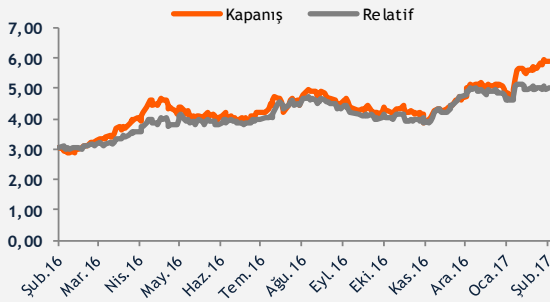
Kardemir İştirakleri	İştirak Oranı	Faaliyet Alanı
Karçel	%99,99	Çelik Konstrüksiyon İmalatı ve Montajı
Kardökmak	%99,99	Döküm ve Talaşlı İmalat
Enbatı	%99,50	Elektrik Üretimi
Kardemir Sigorta	%95,00	Sigorta İşlemleri
Karçimsa	%49,00	Çimento ve Hazır Beton İşi
Vadensaş	%25,06	Demiryolu Makası Üretimi Montajı
Erdemir Madencilik	%10,00	Pelet ve Cevher Üretimi
EPIAŞ	%0,67	Enerji piyasası faaliyeti

07 Şubat 2017 Salı

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	: EREGL - EREGL T1, EREGL IS
Fiyat (TL)	: 5,92
Hedef Fiyatı (TL)	: 5,93
Yükselme Potansiyeli	: %0,2
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 3.500
HAO (%)	: %48

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamuya hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalat sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. 2015 itibarıyla Erdemir Grubunun yurtiçi yassı çelik pazarındaki payı %36, uzun çelik pazarındaki payı ise %18 düzeyindedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	23,08	52,19	93,69
Rölatif %	8,63	29,38	64,53
En Yüksek (TL)	4,84	4,15	3,07
En Düşük (TL)	4,73	3,86	3,00

## Yatırımcı Takvimi

4Ç16 Finansal Sonuçları 07.02.2017

Analist : Serap KAYA  
İletişim : 0(212) 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## Erdemir - Sınırları Zorluyor

Gündeminde kapasite artırımı yatırımı olmayan Şirketin yönetim değişikliği sonrasında inorganik büyüme stratejisinde de öteleme olabileceğini düşünmekteyiz. Her ne kadar hammadde fiyatlarındaki artışın çelik fiyatlarında da hızlı toparlanmayı beraberinde getirirse de 2017 yılının rekabet açısından nispeten zor bir yıl olacağını ve operasyonel marjların bir miktar gerilemesini bekliyoruz. Yüksek kurdan olumlu etkilenen yapıyla son zamanlarda endeks üzerinde bir performans sergileyen Erdemir hisselerinin şirket ile ilgili olumlu beklentileri yansıttığı görüşümüz nedeniyle 5,93 TL hedef fiyat ve uzun vadeli "TUT", kısa vadeli ise "Endekse Paralel Getiri" önerisi ile izleme listemize ekliyoruz.

(mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2013	9.781	1.942	920	0,23	6,1 x	7,4 x
2014	11.484	2.516	1.601	0,40	3,5 x	5,7 x
2015	11.915	2.197	1.126	0,30	5,0 x	6,5 x
2016T	11.761	2.508	1.591	0,30	3,5 x	5,7 x
2017T	15.653	2.217	1.213	0,38	4,6 x	6,4 x
2018T	16.797	3.148	1.851	0,29	3,0 x	4,5 x

■ **Yönetim değişikliği ve büyüme planlarına etkisi** - Halihazırdaki 9,65 mn ton sıvı çelik kapasitesini artırma planı olmayan ve kapasitesinin neredeyse tamamını kullanan Erdemir, hacim büyümesinden çok katma değeri yüksek ürünlerin payını artırmaya odaklanmıştır. Nihai ürün tarafında 2018'in ilk yarısında devreye girecek ve galvanizleme kapasitesini iki katına çıkaracak 120 mn \$ bütçeli yatırımı dışında önemli bir yatırım gündemi olmayan şirketin büyümesini inorganik yollarla gerçekleştireceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte şirketin yönetim değişikliği nedeniyle yurtdışı satın alma arayışlarını gözden geçirilebileceğini, uygun satın alma yapılamaması durumunda ise şirketin kapasite artışına zorlayabileceğini düşünüyoruz.

■ **"Temettü Şirketi" olmaya devam edecek** - Önümüzdeki dönemde olası satın almalar nedeniyle temettü dağıtım oranında düşüşler gerçekleşse de Erdemir'in yüksek nakit pozisyonu sayesinde düzenli temettü dağıtmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son 5 yıllık ortalamada %110 temettü ödeme oranı olan Şirketin önümüzdeki dönemde dağıtım oranının %81, temettü veriminin ise ortalama %6,8 olmasını bekliyoruz.

■ **2017'de ürün fiyatlarındaki artışlara karşın operasyonel marjlarda daralma bekliyoruz** - Kok kömürü fiyatlarındaki hızlı yükseliş ürün fiyatlarını yukarı çekse de Erdemir için 2017'de 70\$/ton FAVÖK (dolar bazlı yıllık %25, TL bazlı %12 gerileme) ve %14,2 FAVÖK marjı tahmin ediyoruz. Şirket için uzun dönemde sürdürülebilir FAVÖK marjı beklentimiz ise %17,1 seviyelerindedir.

■ **ArcelorMittal'in Erdemir paylarının satışı** - ArcelorMittal Erdemir'de sahip olduğu %25'lik payının bir kısmını geçtiğimiz yıllarda satması sonucu kalan %12,08 oranındaki paylarının satışının yeniden gündeme gelmesi önümüzdeki dönemde hisse üzerinde yaratabilir.

■ **Erdemir Grubu şirketlerinden olan İsdemir BIST'te işlem görmektedir** - Uzun çelik üretim kapasitesine göre en büyük entegre demir ve çelik fabrikası olması olan İsdemir aynı anda hem yassı ve uzun ürün üretebilen tek entegre yassı çelik üreticisi konumundadır. İsdemir'in özelleştirilmesi aşamasında çalışanlara verilen hisselerin genel kurulda kayda geçmesi ve ortak sayısının 500'ü aşması sonucu halka açık hale gelen İsdemir'in halka açıklık oranı ise %4,74'dür. Şirket gündeminde olmasa da halka açıklık oranındaki artışın İsdemir'de sağlıklı hisse fiyatlamasıyla beraber Erdemir değerlemesine olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.

■ **Erdemir için hisse başı hedef fiyatımız 1,61 \$/5,93 TL** - Erdemir hissesi 6,4x 2017T FD/FAVÖK çarpanıyla Kardemir (D) ile aynı yurtdışı benzerlerine kıyasla %8,3 iskontoyla işlem görmektedir. Son dönemdeki hisse performansı ile 12 aylık ortalama FD/FAVÖK ve F/K oranlarının sırasıyla %35 ve %38 üzerine çıkan hisse için sınırlı yükseliş potansiyeli görüyoruz ve uzun vadeli TUT önerisi veriyoruz.

07 Şubat 2017 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış Gelirleri (net)	9.781	11.484	11.915	11.761	15.653	16.797
FAVÖK	1.545,1	2.079,7	1.635,3	1.934,9	1.543,3	2.440,7
Amortisman Giderleri	396,5	436,6	561,4	573,4	673,9	707,4
FAVÖK	1.941,6	2.516,3	2.196,8	2.508,3	2.217,2	3.148,1
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansal Gelir/Gider (Net)	-289,6	-128,8	-154,6	0,8	10,8	-60,9
VÖK	1.248,2	1.965,6	1.436,2	2.063,1	1.574,1	2.401,4
Vergiler	-287,8	-304,8	-273,9	-412,6	-314,8	-480,3
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	960,4	1.660,8	1.162,3	1.650,4	1.259,3	1.921,1
HBK		0,47	0,33	0,47	0,36	0,55

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Benzerleri	761	2.187	2.935	3.067	2.148	3.986
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.709	1.757	1.633	1.762	2.356	2.528
Stoklar	3.383	3.258	3.238	3.227	4.684	4.754
Maddi Duran Varlıklar	7.674	8.199	10.264	10.533	12.253	12.862
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	159	169	173	204	238	249
Diğerleri	349	364	392	361	420	465
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>14.034</b>	<b>15.934</b>	<b>18.634</b>	<b>19.154</b>	<b>22.099</b>	<b>24.844</b>
Finansal Borçlar	3.500	3.414	2.976	3.851	6.314	8.027
Kısa Vadeli	1.480	2.066	1.072	1.719	2.914	3.756
Uzun Vadeli	2.020	1.348	1.904	2.132	3.400	4.271
Ticari Borçlar	504	418	582	508	679	729
Özsermaye	8.707	10.310	12.538	13.140	13.123	13.999
Net Borç	2.739	1.227	41	783	4.166	4.041

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
VÖK	1.248	1.966	1.436	2.063	1.574	2.401
Amortisman	396	437	561	573	674	707
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	1.120	10	-309	-731	1.718	146
Vergi	-288	-305	-274	-413	-315	-480
Yatırım Harcaması	-316	-344	-544	514	534	567
Temettü Ödemesi	-526	-795	-1.357	-1.050	-1.336	-1.019
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	-86	-438	875	2.463	1.713
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-342	2.557	-1.699	-6.232	-2.198
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	883	-925	1.832	5.313	4.036
Dönemsonu Nakit	761	1.302	2.935	3.067	2.148	3.986

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış	%2,2	%17,4	%3,7	-%1,3	%33,1	%7,3
FAVÖK	%78,3	%29,6	-%12,7	%14,2	-%11,6	%42,0
Net Kar	%98,6	%72,9	-%30,0	%42,0	-%23,7	%52,6

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
FD/Satışlar	1,5	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9
FD/FAVÖK	7,4	5,7	6,5	5,7	6,4	4,5
F/K	21,6	12,5	17,8	12,6	16,5	10,8
PEG Rasyo	0,2	0,2	0,6	0,3	0,7	0,2
PD/DD	2,4	2,0	1,7	1,6	1,6	1,5

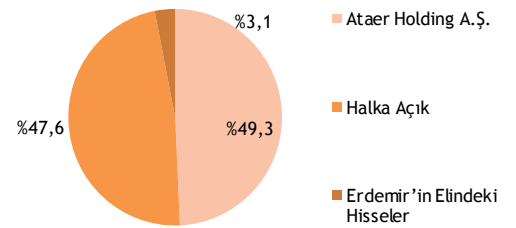
Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Öz Sermaye Karlılığı	%11,0	%17,5	%10,2	%12,9	%9,6	%14,2
FAVÖK Marjı	%19,9	%21,9	%18,4	%21,3	%14,2	%18,7
Net Kar Marjı	%9,8	%14,5	%9,8	%14,0	%8,0	%11,4
Net Borç/Özsermaye	%31,5	%11,9	%0,3	%6,0	%31,7	%28,9
Net Borç/FAVÖK	%141,1	%48,8	%1,9	%31,2	%187,9	%128,4
KV Borç/UV Borç	%73,2	%153,3	%56,3	%80,6	%85,7	%87,9
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%62,0	%64,7	%67,3	%68,6	%59,4	%56,3
Borç/Öz Kaynak	%40,2	%33,1	%23,7	%29,3	%48,1	%57,3
Cari Oran	%242,7	%237,4	%305,9	%248,8	%192,9	%197,1
Nakit Temettü	%22,7	%38,8	%30,0	%38,2	%29,1	%44,4

Şirket	Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	EREGL - EREGL TI, EREGL IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	5,92
Hedef Fiyat (TL)	5,93
Yükselme Potansiyeli	0,2%

### Ereğli Demir Çelik Hakkında

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamuya hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalatı gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. 2015 itibarıyla Erdemir Grubu'nun yurtiçi çelik pazarındaki payı %36, uzun çelik pazarındaki payı ise %18 düzeyindedir.

### Ortaklık Yapısı



### SWOT Analiz

#### Güçlü Yönler

- Yurtiçi pazardaki güçlü konumu
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Yüksek nakit pozisyonu, düşük borçluluk oranı
- Büyük yatırımların tamamlanmak üzere olması

#### Zayıf Yönler

- Tamamı kullanılan kapasitede artırımının gündemde olmaması
- Hammadde tedarikinde ithalata bağımlılık

#### Fırsatlar

- Yurtdışı Demir&Çelik üretici firmaların satın alımı
- Doların Türk Lirasına karşı değer kazanması
- Çin, Rusya ve Ukrayna çıkışlı ürünlere antidamping vergisi

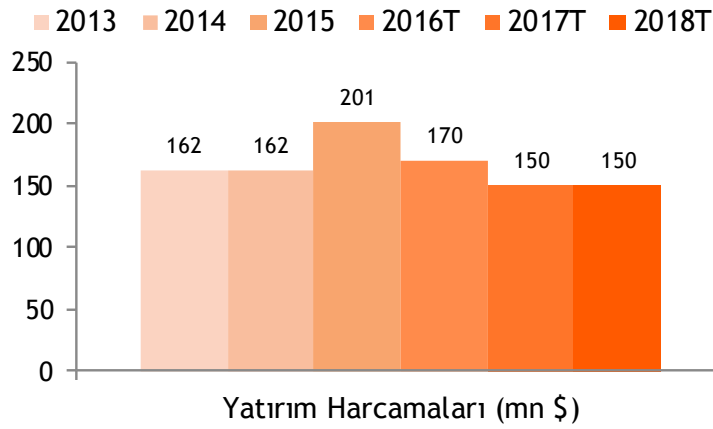
#### Tehditler

- ArçelorMittalin %12,1 oranındaki payının olası satışı
- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- Yurtiçi talepte yaşanabilecek daralmalar

07 Şubat 2017 Salı

- **Gündemde kapasite artışı olmayışı organik büyümeyi sınırlandırıyor** -- Erdemir'in 2015 itibarıyla kapasite kullanım oranı %100 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2016'da 9,1 mn ton olan kapasite verimlilik artışı sayesinde 9,65 mn tona artırılmıştır. Değişen kapasiteye göre 2017'de Şirketin kapasite kullanım oranının %94 olarak gerçekleşmesini, değerlendirme dönemi boyunca %98'e kadar yükselmesini bekliyoruz. Halihazırda sıvı çelik kapasite artırma gündemi olmayan Şirketin beklentilerin üzerinde talep ile karşılaşması durumunda, haddehane kapasitesi sınırlarında slab ithalatı yolu ile nihai yassı ürün üreteceğini tahmin ediyoruz. Şirketin büyümesini inorganik yollarla gerçekleştireceğini düşüsek de uygun satın alım yapılamamasının kapasite artışına zorlayabileceğini düşünüyoruz.
- **Olası satın almalar hisse için önemli katalizör** -- Erdemir 1998 yılında ilk yurtdışı satın alma girişimi olan Bulgaristanlı Kremikovtzi Demir-Çelik'ten sonra, geçtiğimiz İtalyan Ilva ile ilgilendiğini açıklamış, daha sonra Erdemir 4,8 mn ton ham çelik üretim kapasitesine sahip Avrupa'nın 3. büyük üreticisi olan Ilva'nın ihalesinden çekildiğini duyurmuştu. Öte yandan şirket yılda 2,3 mn ton ham çelik üretim kapasitesine sahip yurtiçinde faaliyet gösteren Rus MMK Metalurji ile görüşmektedir. MMK Metalurji'nin Türkiye'de İskenderun'da tesisi ve kendine ait bir limanının yanı sıra Gebze'de bir tesisi daha mevcut. Sonuç olarak Şirketin satın alma fırsatları kovaladığını, olası satın alma gelişmelerinin Şirket ve hisse için potansiyel teşkil ettiğini düşünmekteyiz. Ancak yönetim değişikliği nedeniyle yurtdışı satın alma arayışları gözden geçirilebilir.
- **Önemli yatırımlar tamamlanmak üzere** -- Erdemir 2005 yılından bu yana 4 mlr \$'dan fazla yatırım harcamaları gerçekleştirerek kapasitesini 9,65 mn tona yükseltmenin yanında, nihai mamul kapasitesini 10,94 mn tona çıkarmıştır. Şirket 2015 yılı Temmuz ayında başta otomotiv olmak üzere imalat sanayine hizmet edecek yeni "Galvanizleme Hattı" için sözleşme imzalamıştır. Katma değerli ürünlerin payını artıracak, yaklaşık 120 mn \$'a mâl olacak bu yeni hat ile toplam galvanizleme üretim kapasitesi iki katına çıkacak. Yatırımın 2018 ilk yarısında devreye girmesi beklenmektedir. Erdemir mevcut durumda %35 olan otomotiv sektöründeki pazar payını %50'ye yükseltmeyi amaçlamaktadır.

Grafik 49: Erdemir Yatırım Harcamaları (mn \$)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

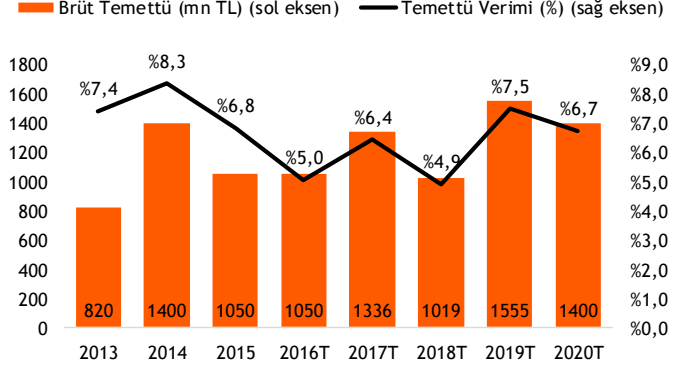
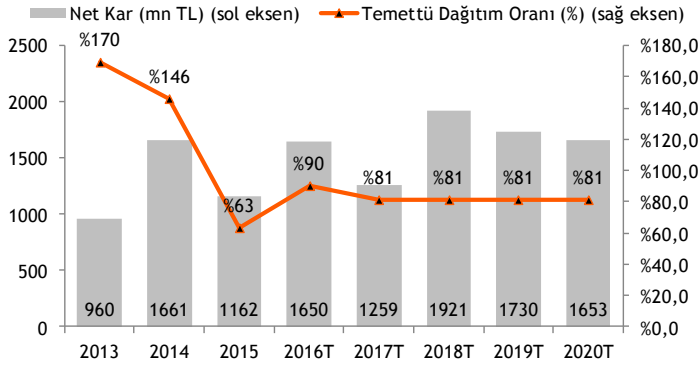
- **"Temettü Şirketi" olması hissedara önemli getiri sağlamaktadır** -- Düzenli temettü ödemesi yapan Erdemir 2015 yılı karından 1,05 mlr TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. 2005-2015 yılları arasında Erdemir tarafından ödenen temettü miktarı 5 mlr TL'ye ulaşmıştır. Son 5 yılda net karın ortalama %110'u temettü olarak dağıtılmış olup, temettü verimi ortalama %6,4 düzeyinde bulunmaktadır. Erdemir'in güçlü nakit pozisyonu sayesinde 2016 yılı net karından %81 oranında dağıtım gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz. Bunun da %6,4 temettü verimine işaret edeceğini hesaplamaktayız. Bununla birlikte önümüzdeki dönemde olası yurtdışı satın almalar nedeniyle dağıtım oranında düşüşler gerçekleşse de düzenli temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirketin değerlendirme döneminde temettü dağıtım oranının net karın %81'i düzeyinde olmasını, temettü veriminin ise ortalama %6,8 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.



07 Şubat 2017 Salı

Grafik 50: Net Kar (mn TL) ve Temettü Dağıtım Oranı (%)

Grafik 51: Brüt Temettü (mn TL) ve Temettü Verimi (%)



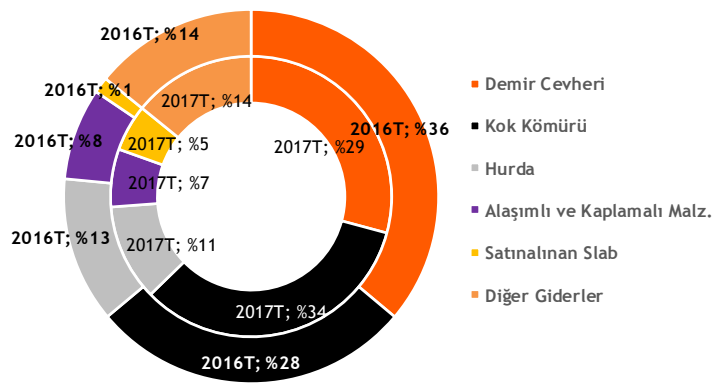
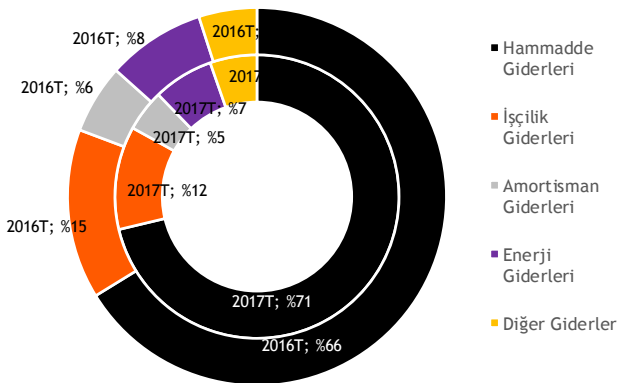
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

■ **Yükselen hammadde fiyatları nedeniyle 2017'de FAVÖK marjında düşüş bekliyoruz** -- Şirket satış hacminin yıllık %1 yükselişle 8,9 mn tona ulaşacağını öngörüyoruz. Satış fiyatlarını açıklamayan Erdemir'in BDT/Baltık ülkelerinin FOB ihrac fiyatlarına göre %5-10 primli seyrettiğini dikkate alarak, satış gelirlerinde USD bazlı %14 yükseliş gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Kok kömürü fiyatlarındaki hızlı yükseliş ürün fiyatlarını yukarı çekse de 2017'de FAVÖK marjının %14,2'ye (70\$/ton, %25 düşüş) gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan bilançosunu Dolar bazında düzenleyen Erdemir, TL'nin zayıflamasıyla FAVÖK'teki değer kaybının (%12 düşüş) daha düşük düzeyde olacağını hesaplıyoruz.

■ **Erdemir hammaddesinin neredeyse tamamını yurtdışından temin ediyor** -- Şirket demir cevheri ve pelet alımının yaklaşık %20'sini sahibi olduğu Erdemir Madencilik'ten, kalanını ise yurtdışından temin etmektedir. Yerli cevher, yurtiçi arzın sınırlı olmasının yanı sıra tenörünün düşüklüğü üretilen çeliğin kalite standartlarını karşılayamamasından ötürü tercih edilmemektedir. Erdemir'in önümüzdeki dönemde üretiminin yatay seyredeceğini beklerken, yerli cevher kullanım oranında herhangi bir değişim öngörmemekteyiz. Şirket için önemli diğer hammadde maliyet kalemleri olan kok kömürü ve hurda çeliğinin tamamı ithalat yoluyla karşılanmaktadır. Hammadde alımları uluslararası piyasalardan spot fiyatlarla yapılması, fiyat oynaklığının olduğu dönemlerde Şirkete esneklik sağlamaktadır.

Grafik 52: Erdemir Satışların Maliyetleri Dağılımı

Grafik 53: Erdemir Hammadde Maliyetleri Dağılımı



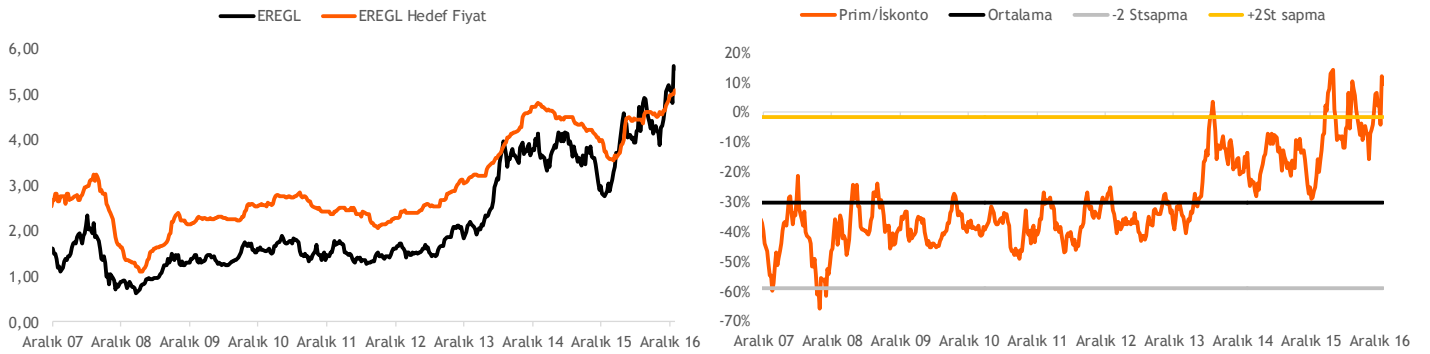
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

■ **ArcelorMittal'in elindeki %12,08'lik Erdemir paylarının satışı hisse üzerinde baskı yaratabilir** -- ArcelorMittal 2008 yılında borsadan 870 mn \$ hisse alarak, Erdemir'de %24,9 paya sahip olmuştu. Ancak ArcelorMittal 2012 yılında Erdemir'deki payını "borçlarını düşürme stratejisi çerçevesinde" %18,74'e düşürmüş, "1 yıl satmama" taahhüdünde bulunmuştu. ArcelorMittal'in aradan 18 ay geçtikten sonra 2013'te "acil finansman ihtiyacının ortaya çıktığı ve borç finansmanı imkânının olmadığı gerekçesiyle" hızlandırılmış talep yoluyla tek seferde kurumsal yatırımcılara %6,7 oranında satarak Erdemir'deki payı %12,08'e gerilemiş bulunmaktadır. ArcelorMittal'in Erdemir'de kalan %12,1 oranındaki paylarını satma ihtimali önümüzdeki dönemde hisse üzerinde baskı yaratacaktır.

07 Şubat 2017 Salı

■ **Erdemir hedef fiyatlara göre primli işlem görür hale geldi** -- Erdemir hedef fiyatına göre tarihsel olarak iskontolu işlem görmektedir. Erdemir son 10 yılda ortalama olarak hedef fiyatına göre %30 iskontolu işlem görürken, bu dönemde maksimum %15 primli işlem görmüş, iskonto oranı ise en çok %66 düzeyine ulaşmıştır. İlgili dönemde +/- 2 Standart Sapma bandı (-%2, -%59) seviyesindedir. Erdemir hali hazırda ortalama hedef hisse fiyatlarına göre %10 primli işlem görmektedir ki bu +2 Standart Sapma bandının da üzerinde prime işaret etmektedir. Erdemir hissesi hedef fiyatların yukarı yönlü revizyonu ile ya da hisse fiyatında gerileme yaşanarak iskontolu hale gelebilir. Bununla birlikte Şirket primli işlem görür hale gelebilir. Ancak Erdemir'in i-Bilançosunu dolar bazlı düzenlemesiyle TL'nin değer kaybından fayda sağlayacak konumda olması, ii- Yüksek nakit, düşük borçluluk oranı, iii- Çin, Rusya ve Ukrayna çıkışlı ürünlere antidamping vergisi uygulanması ihtimali ile yurtiçi pazarda hafifleyecek fiyat baskısı iv- Cazip temettü verimi gibi gerekçelerle düşük iskontolu ya da hafif primli işlem görebileceğini düşünüyoruz.

Grafik 54: Erdemir Hedef Fiyat ve Hedef Fiyata Göre Ortalama Prim/İskonto

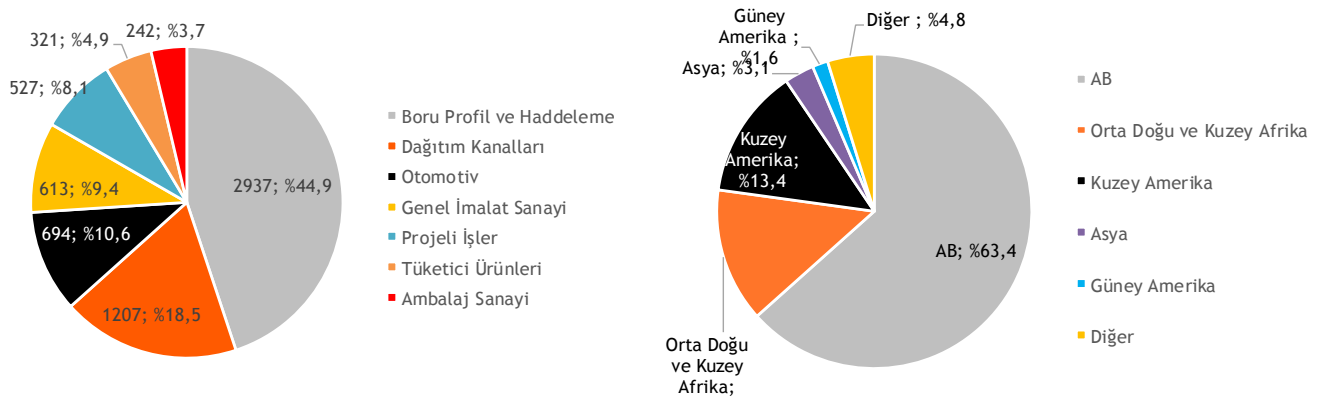


Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

■ **Erdemir yassı ve uzun ürün üretimi ile satışı yapmaktadır** -- Şirket 9,65 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamul üretimi ve satışı yapmaktadır. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalat sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. Erdemir ürünlerinin yaklaşık %90'ını yurtiçine satmaktadır. Erdemir Grubu 2015 yılında yurt içi yassı çelik pazarındaki payının %36, uzun ürün pazarındaki payının ise %18 olduğunu açıklamıştır.

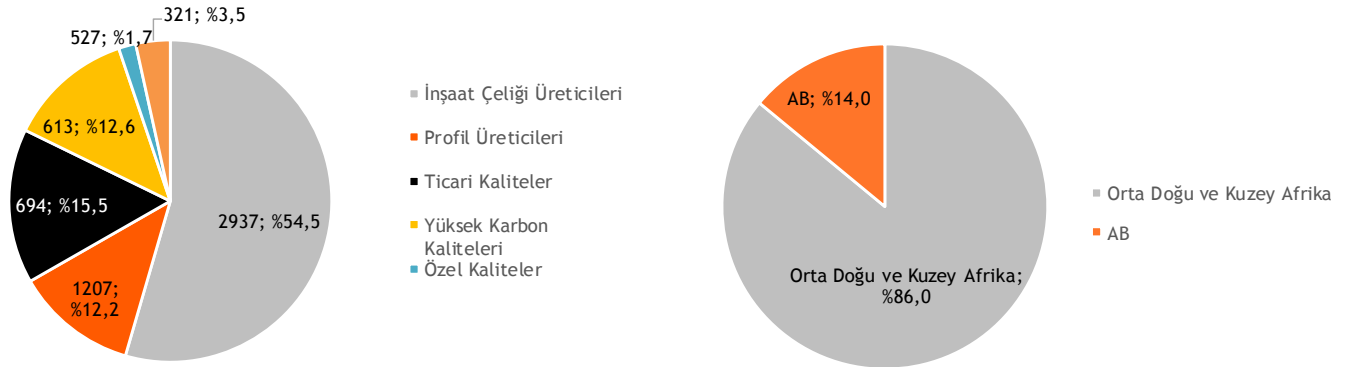
2015'teki Erdemir Grubu yassı çelik satışlarının %74'ünü sıcak ve levha ürünler, %18'ini soğuk ürünler, %5'ini galvanizli ürünler ve %3'ünü ambalaj çeliği oluşturmuştur. 2015 yılında Erdemir'in toplam yassı ürün satış miktarı, 2014'e göre %4,3 artışla 7,2 mn ton olarak gerçekleşmiştir. Uzun ürünlerin %65'i kütük, %35'i kanga satışlarından oluşmaktadır. 2015 yılında uzun ürün satışı 1,6 mn ton ile önceki yıla göre %33 artarken, satış hacminin %10'u ihracattan kaynaklanmaktadır. 2015 yılında Erdemir Grubu, 688 bin ton yassı ve 161 bin ton uzun ürün olmak üzere toplam 849 bin ton nihai mamul ihraç etmiş ve ihracat geliri 403 mn \$ olmuştur. Grubun yassı çelik ihracatı 2015 yılında bir önceki yıla göre %2 artarken, uzun ürün ihracatı ise bir önceki yıla göre %29 azalma göstermiştir. Yassı ürünlerde 42, uzun ürünlerde ise 8 ülkeye satış yapan Erdemir ihracatı toplam satış hacminin ve gelirlerinin %11'ini oluşturmaktadır.

Grafik 55: Yurtiçi Yassı Ürün Satışları (bin ton) ve Sektör Dağılımı (%), Yassı Ürün Satışları İhracat Dağılımı (%)



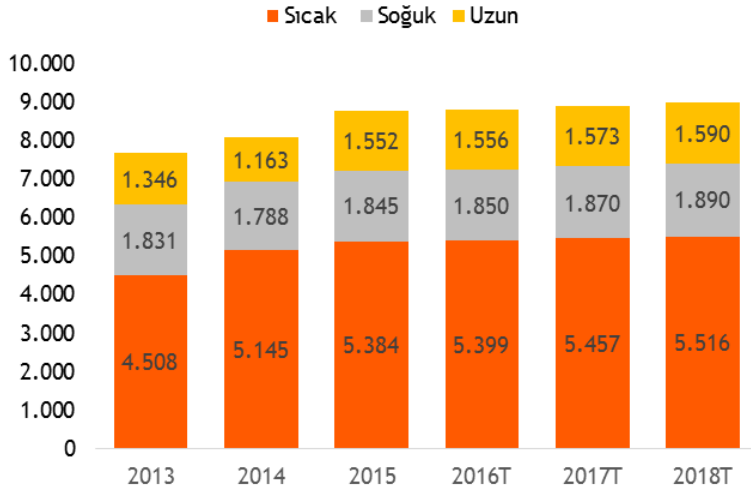
07 Şubat 2017 Salı

Grafik 56: Yurtiçi Uzun Ürün Satışları (bin ton) ve Sektör Dağılımı (%), Uzun Ürün Satışları İhracat Dağılımı (%)

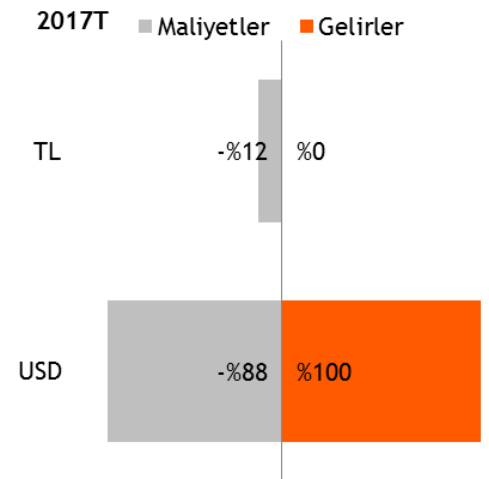


■ **Satışlar ve maliyetler \$ cinsinden oluşmaktadır** -- Bilançosunu Dolar bazlı düzenleyen Erdemir sıcak, soğuk ve uzun ürün satışlarını Dolar bazında yapmaktadır. Dolayısıyla dolar değer kaybettiğinde TL bazlı gelirlerinde gerileme, değer kazandıkça TL bazlı gelirlerinde yükseliş gerçekleşmektedir. Şirket için yabancı para konumundaki TL, maliyetlerin %12'sini oluşturmaktadır.

Grafik 57: Erdemir Ürünlerin Satış Miktarları



Grafik 58: Gelir-Maliyet Dağılımı



Kaynak: Erdemir, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

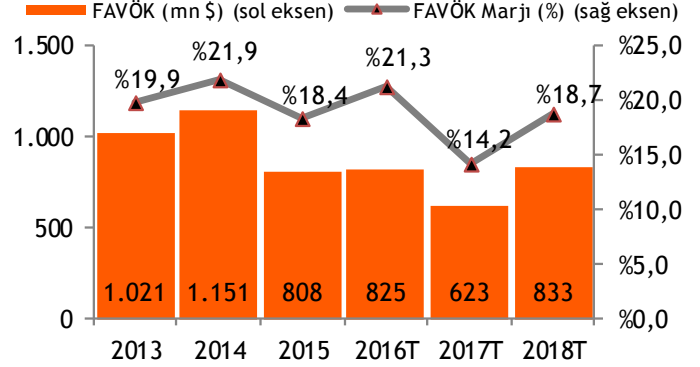
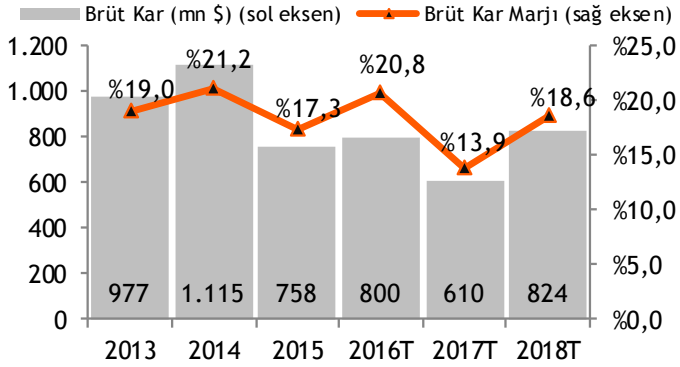
Tablo 15: Erdemir Satış ve Fiyat projeksiyonu

Satış/ton	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Sıcak	4.508	5.145	5.384	5.399	5.457	5.516	5.516	5.574	5.632
Soğuk	1.831	1.788	1.845	1.850	1.870	1.890	1.890	1.910	1.930
Uzun	1.346	1.163	1.552	1.556	1.573	1.590	1.590	1.607	1.623
<b>Toplam</b>	<b>7.685</b>	<b>8.096</b>	<b>8.781</b>	<b>8.806</b>	<b>8.900</b>	<b>8.995</b>	<b>8.995</b>	<b>9.090</b>	<b>9.184</b>
Fiyat - \$/ton	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Sıcak	615	603	463	407	470	470	470	470	470
Soğuk	796	776	642	556	605	605	605	605	605
Uzun	583	560	403	369	395	395	395	395	395
<b>Ağırlık Ortalama Fiyat</b>	<b>653</b>	<b>635</b>	<b>490</b>	<b>432</b>	<b>485</b>	<b>485</b>	<b>485</b>	<b>485</b>	<b>485</b>

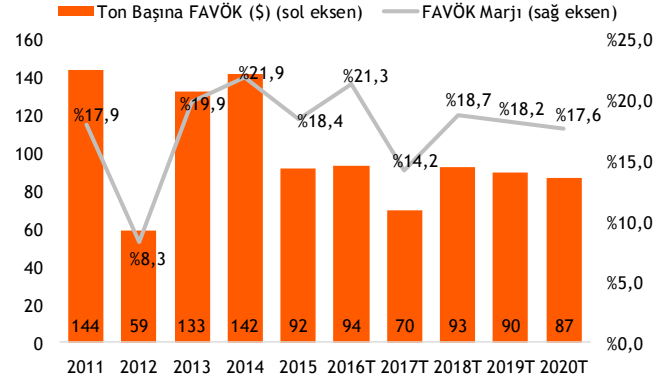
Kaynak: Erdemir, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Şubat 2017 Salı

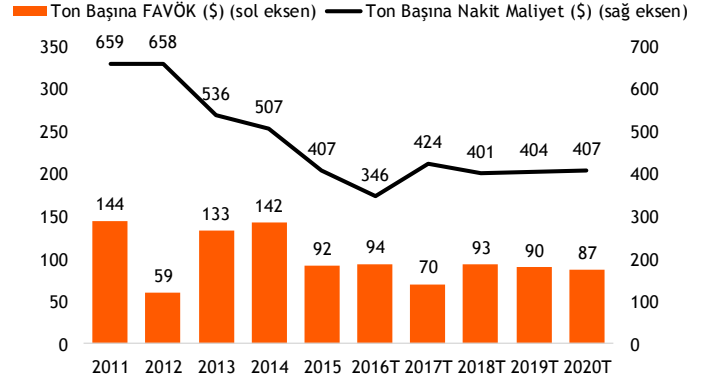
Grafik 59: Erdemir Brüt Kar (mn \$) ve Brüt Kar Marjı (%) Grafik 60: Erdemir FAVÖK (mn \$) ve FAVÖK Marjı (%)



Grafik 61: Erdemir Ton Başına FAVÖK (\$) ve FAVÖK Marjı (%)



Grafik 62: Erdemir Ton Başına FAVÖK ve Nakit Maliyet (\$)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

## Değerleme ve Öneri

Erdemir'in hedef değerini hesaplamak için %70 İNA ve %30 benzer şirket piyasa çarpanları ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. İNA'nın daha yüksek ağırlıklandırılmasında şirketin Türkiye pazarındaki benzersiz konumlanması nedeniyle sağladığı fiyatlamaya avantajı başta olmak üzere benzer şirketlerle olan operasyonel farklılıkları etkili olmuştur. Piyasa çarpanları yönteminde 2017T FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır.

Erdemir için hesaplanmış olduğumuz hedef değer, Erdemir'in elinde bulundurduğu hisseler oranında düzeltilerek 5,93 TL/hisseye işaret etmektedir. Hisse için uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi ise "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

## Değerlememize ilişkin riskler ve potansiyeller

- Erdemir ürünleri ağırlıklı olarak otomotiv ve beyaz eşya sektöründe kullanılmaktadır. Söz konusu sektörlerdeki hareketler yassı çelik sektörünün aşağı/yukarı hareket etmesinde etkili olmaktadır. Konut sektöründeki büyümenin beyaz eşya sektörüne katkı sağlayacağını, zorlu bir yıl olmasını beklediğimiz otomotiv sektöründe ihracat desteğiyle üretimin %2 artacağını tahmin ediyoruz. Yassı çelik piyasasında büyümenin %3,7 GYSH artışının paralelinde gelişeceğini bekliyoruz.
- Çelik fiyatlarındaki ve hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satış gelirleri varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır.
- Varsayımlarımızdan yüksek/düşük Dolar/TL kuru Şirket karlılığını pozitif/negatif etkileyebilir.
- Erdemir satışlarının yaklaşık %10'u ihracattan oluşmaktadır. Yassı ürünlerde ana ihracat pazarı olan AB'deki ve uzun ürünlerde ise Ortadoğu ülkelerindeki gelişmeler Şirket için yukarı/aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

07 Şubat 2017 Salı

Tablo 16: Erdemir Değerleme Yöntemi

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	12 Aylık	
		Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	FD/FAVÖK (2017T)
İNA	%70	5.688	9,0
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	4.964	7,9
Hedef Piyasa Değeri		5.471	8,7
Cari Piyasa Değeri		5.162	
Yükselme Potansiyeli		%6,0	
Sermaye (mn adet)		3.500	
Düzeltilmiş Sermaye*		3.392	
12A Hedef Hisse Fiyatı \$		1,61	
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		5,93	
Kapanış (TL)		5,92	
Yükselme Potansiyeli		0%	

\*Erdemir'in Elindeki Hisseler Hariç (mn adet)

Tablo 17: Erdemir Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Benzer Şirketler Çarpan Analizi	2017T
FAVÖK (mn \$)	623
Benzer Şirketler FD/FAVÖK (Medyan)	7,0
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	4.964

Benzer şirketlere ilişkin veriler Ek 1'de detaylı olarak gösterilmiştir.

## İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- USD bazlı İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %7,0 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,0x beta, kapasite artışının gündemde olmaması ve yüksek kapasite kullanım oranı nedeniyle %1 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- **Şirketin operasyonel marjlarının stabil seyredeceğini öngörüyoruz** -- Satış hacminde kapasitenin sınırlarına dayanması ve yüksek kullanım oranı nedeniyle 2017-2021 periyodu için yıllık bileşik büyüme oranının %1 düzeyinde olacağını hesaplıyoruz. 2018-2022 periyodu için ürün fiyatlarının dolar bazında aynı kalacağını öngörüyoruz. Gelirlerdeki büyüme ise hacimdeki sınırlı artış ve kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır. FAVÖK marjının %17-18 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz.
- **Yatırım harcamaları** -- Şirketin 2017 yılında 170 mn \$, sonraki yıllar için 150 mn \$ tutarında yatırım harcaması yapacağını tahmin ediyoruz. Terminal yıl için ise yenileme yatırımları yapılması varsayımıyla bir yatırım harcaması öngörülmüştür.
- **Çalışma sermayesi ihtiyacı** -- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 54 gün alacak tahsil süresi, 125 gün stok devir süresi ve 16 gün ticari borç ödeme süreleri varsayımları ile hesaplanmıştır.
- **Vergi oranı** -- Vergi oranı, Şirket için TL bazında hesapladığımız vergi öncesi kar tutarı üzerinden %20'lik kurumlar vergisi düşülerek bulunan tutar dolara çevrilerek, oluşturulmuştur.

07 Şubat 2017 Salı

Tablo 18: Erdemir - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Ereğli Demir Çelik (EREGL) - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn \$)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%6,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%11,5
Borçlanma Maliyeti	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%7,5
Vergi Oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,0
Özsermaye Oranı	%67,4	%66,4	%67,7	%68,8	%69,9	%70,9
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%10,2	%10,1	%10,2	%10,3	%10,3	%9,9

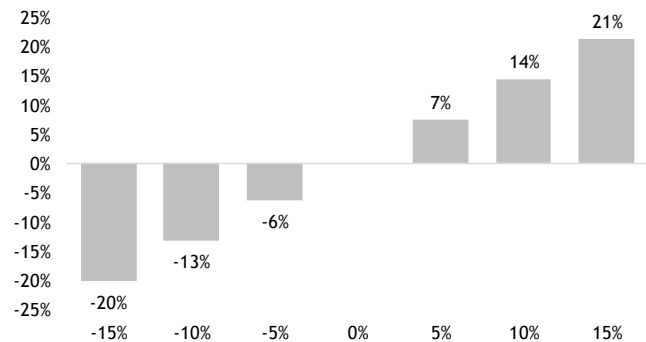
İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn \$)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Satış Gelirleri	4.397	4.444	4.444	4.491	4.537	4.584
Büyüme	%13,6	%1,1	%0,0	%1,1	%1,0	%1,0
FVÖK	434	646	622	609	607	605
Operasyonel Kar Marjı	%9,9	%14,5	%14,0	%13,6	%13,4	%13,2
Vergi Oranı (%)	-%20	-%20	-%20	-%20	-%20	-%20
Vergi	-136	-88	-127	-117	-116	-123
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	297	557	495	492	491	482
+ Amortisman	189	187	185	183	181	180
FAVÖK	623	833	807	792	788	784
FAVÖK Marjı	%14,2	%18,7	%18,2	%17,6	%17,4	%17,1
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-%90	-%80	-%81	-%82	-%83	-%100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-305	48	-9	-26	-20	-21
Satışlardaki değişim	526	47	0	47	47	47
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim	-%58,1	%101,6	%0,0	-%55,1	-%43,0	-%45,9
- Yatırım Harcamaları	170	150	150	150	150	180
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	11	642	521	500	502	460
Sonsuz Büyüme Oranı						%1,0
Sonsuza Giden Değer						5.222
İskonto Faktörü	0,98	0,89	0,80	0,73	0,66	0,60
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 30 Eylül 2016	10,7	569,0	419,0	364,6	331,8	3.142,3
Firma Değeri - 30 Eylül 2016	4.837					
Net Borç	-53					
Özsermaye Değeri - 30 Eylül 2016	4.890					
Öz Sermaye Maliyeti	%12,0					
12A Hedef Özsermaye Değeri	5.688					

İNA analizimizin iskonto ve sonsuz büyüme oranlarına hassasiyetini görmek adına yaptığımız “duyarlılık analizi” diğer her şey sabit iken risksiz faiz oranlarındaki 50 bp artışın değerlemeyi %4,9 düşürürken, sonsuz büyüme oranında 100 bp artışın ise hedef değeri %4,2 artırdığına işaret etmektedir.

	Risksiz Faiz Oranı					
	%6,0	%6,5	%7,0	%7,5	%8,0	
%0,0	5.017	4.769	4.545	4.341	4.155	
%0,5	5.226	4.953	4.708	4.487	4.286	
%1,0	5.460	5.159	4.890	4.649	4.430	
%1,5	5.726	5.391	5.094	4.828	4.590	
%2,0	6.030	5.654	5.323	5.030	4.768	

Ton Başına FAVÖK'teki (\$) değişimin Piyasa Değerine Etkisi



07 Şubat 2017 Salı

Tablo 19: Erdemir- Vakıf Yatırım ve Konsensüs Karşılaştırma

Erdemir mın TL	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons.	Fark
					2016T			2017T	
Ereğli 12A Hedef Fiyat	5,93	5,43	%9,3						
Net Satışlar				11.761	11.672	%0,8	15.653	14.898	%5,1
FAVÖK				2.508	2.516	-%0,3	2.217	2.615	-%15,2
Net Kar				1.591	1.500	%6,1	1.213	1.409	-%13,9
FAVÖK Marjı				21,3%	21,6%	-0,2 yp	14,2%	17,6%	-3,4 yp
Net Kar Marjı				13,5%	12,9%	0,7 yp	7,8%	9,5%	-1,7 yp

## 4Ç16 Finansal Tahminler

Erdemir'in 4Ç16'da 2,461 ton ürün satışı gerçekleştirdiğini gelirlerinin 3,814 mır TL ile geçen yıla göre %27, önceki çeyreğe göre %41 artış göstermesini bekliyoruz. Bu dönemde FAVÖK'ünün 834 mın TL, FAVÖK marjının %22 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Şirketin net karının 613 mın TL düzeyinde oluşmasını bekliyoruz.

Tablo 20: Erdemir 4Ç16 Finansal Tahminleri

Erdemir	Gelir Tablosu - mın TL					Kons.	Sapma %
	4Ç16T	3Ç16	Çeyreksele %	4Ç15	Yıllık %		
Satış (bin ton)	2.461	1.894	%30,0	2.470	-%0,4		
Net Satışlar	3.814	2.702	%41,2	2.999	%27,2	3.725	%2,4
FAVÖK	834	808	%3,3	372	%124,2	843	-%1,0
Net Kar	613	496	%23,7	38	%1522,9	522	%17,4
Ton Başına FAVÖK (\$)	104	144	-%28,1	52	%99,5	104	-%0,7
FAVÖK Marjı	%21,9	30%	-8 yp	%12,4	9,5 yp	%22,6	-0,7 yp
Net Kar Marjı	%16,1	18%	-2,3 yp	%1,3	14,8 yp	%14,0	2,1 yp

Tablo 21: Erdemir İştirak Yapısı

Erdemir Grubu, yassı çelik ve uzun çelik üretimi, çelik servis merkezi hizmetleri, madencilik, mühendislik ve proje yönetimi alanlarında faaliyet gösteren altı şirketten oluşuyor. Şirketlerin tümü konsolidasyona dahil edilmektedir.

Erdemir İştirakleri	Ülke	Faaliyet Alanı	İştirak Oranı	Para Birimi
İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.	Türkiye	Entegre Demir ve Çelik Üretimi	%95,07	Dolar
Erdemir Madencilik San. ve Tic. A.Ş.	Türkiye	Demir Cevheri	%90,00	TL
Erdemir Çelik Servis Merkezi San. Ve Tic. A.Ş.	Türkiye	Çelik Servis Merkezi	%100,00	Dolar
Erdemir Müh. Yön. ve Dan. Hiz. A.Ş.	Türkiye	Yönetim ve Danış. Hiz. A.Ş.	%100,00	TL
Erdemir Romania S.R.L.	Romanya	Silisi Çelik Üretimi	%100,00	Euro
Erdemir Asia Pacific Private Limited	Singapur	Ticari Faaliyet	%100,00	Dolar

07 Şubat 2017 Salı

## Ek 1: Kardemir ve Erdemir - Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması

Benzer Şirketler Çarpanları										
Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12M	F/K			FD/FAVÖK		
					2016T	2017T	2018T	2016T	2017T	2018T
EREGLI	Türkiye	5.268	5.339	1,6	13,2	20,1	14,0	5,7	7,6	5,7
KARDEMİR	Türkiye	393	974	0,6	-	10,5	5,0	8,9	6,6	5,6
<b>Asya</b>										
BAOSHAN IRON &-A	Çin	16.309	25.753	0,9	13,4	10,6	9,5	7,4	5,8	5,9
ANGANG STEEL-H	Çin	6.161	10.050	0,8	29,7		19,3	9,9	9,0	8,6
MAANSHAN IRON-H	Çin	3.366	7.017	1,0	23,5	21,5	17,6	9,3	8,7	8,3
TATA STEEL LTD	Hindistan	6.622	17.864	1,6		23,6	12,5	16,0	8,7	7,4
NSSMC	Japonya	22.687	43.340	0,9	16,7	32,8	13,7	9,2		8,4
KOBE STEEL LTD	Japonya	3.547	9.761	0,6			14,1	6,9	8,0	6,5
POSCO	Güney Kore	20.299	34.012	0,5	15,4	11,4	10,2	6,4	6,0	5,7
CHINA STEEL CORP	Tayvan	12.706	21.864	1,3	23,2	20,4	15,6	11,4		9,8
NOVOLIPETSK STEE	Rusya	11.354	12.126	1,9	10,9	7,9	8,9	6,3	4,9	5,8
SEVERSTAL	Rusya	12.985	13.729	4,3	9,7	9,2	10,4	6,8	5,8	6,7
MMK	Rusya	6.544	6.743	1,5	7,0	6,6	7,3	4,1	3,9	4,3
MECHEL	Rusya	1.335	8.840			2,1				8,8
EVRAZ	Rusya	4.108	9.463	8,5	11,3	4,9	7,4	6,4	4,9	6,0
<b>Avrupa</b>										
VOESTALPINE AG	Avusturya	7.422	11.409	1,3	12,2	14,3	11,6	6,8	7,1	6,3
THYSSENKRUPP AG	Almanya	14.378	19.590	6,4	28,8	18,2	13,3	7,2	6,2	5,6
OUTOKUMPU OYJ	Finlandiya	3.766	5.291	1,6		12,3	11,0	16,4	7,2	7,1
RAUTARUUKKI OYJ	Finlandiya									
ARCELORMITTAL	Lüksemburg	25.221	39.665	0,8	18,2	14,9	12,5	6,4	5,7	5,6
ACERINOX	İspanya	3.807	4.541	1,8		21,7	18,0	13,3	9,2	8,2
<b>Amerika</b>										
US STEEL CORP	ABD	5.657	7.293	2,2			11,6	15,4	6,1	5,7
STEEL DYNAMICS	ABD	8.655	10.177	2,9	18,4	13,5	13,9	8,7	7,1	7,1
AK STEEL HLDG	ABD	2.908	5.222		38,5	9,2	14,7	9,4	7,0	8,1
SID NACIONAL	Brezilya	5.569	13.585	2,1			24,5	11,0	8,6	9,0
USIMINAS	Brezilya	2.891	4.799	0,8				22,0		8,6
GERDAU-PREF	Brezilya	6.355	11.316	0,8		32,7	11,8	8,9	7,3	5,7
<b>Yurtdışı Benzer Şirket Ort.</b>		<b>8.944</b>	<b>14.727</b>	<b>2,0</b>	<b>18,5</b>	<b>15,2</b>	<b>13,2</b>	<b>9,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>
<b>Ortalama</b>		<b>8.944</b>	<b>14.727</b>	<b>2,0</b>	<b>18,5</b>	<b>15,2</b>	<b>13,2</b>	<b>9,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>
<b>Medyan</b>		<b>6.450</b>	<b>10.746</b>	<b>1,4</b>	<b>16,7</b>	<b>13,5</b>	<b>12,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>
<b>Max</b>		<b>25.221</b>	<b>43.340</b>	<b>8,5</b>	<b>38,5</b>	<b>32,8</b>	<b>24,5</b>	<b>22,0</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>
<b>Min</b>		<b>1.335</b>	<b>4.541</b>	<b>0,5</b>	<b>7,0</b>	<b>2,1</b>	<b>7,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>

## Ek 2: Hisse performansları

Getiri Performansları %	Mutlak			Rölatif	
	KRDMD	EREGL	XU100	KRDMD / EREGL	EREGL / KRDMD
Aylık	11,4	18,9	15,4	-6,3	6,7
3 Aylık	24,5	26,5	20,4	-1,6	1,6
12 Aylık	4,1	42,0	15,3	-26,7	36,4
Yılbaşına Göre	10,4	15,2	13,1	-4,1	4,3



## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

### Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlanması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG)**: Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

### Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması amacıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Yasal Çekince Bildirimi

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.*