

ERDEMİR (EREGL TI /EREGLI.IS)

AL

2014 yılında da parlamaya devam edecek

- 4. Çeyrek sonuçlarının ardından 2014 net kar beklentimizi %8 düşüşle 1.3milyar TL'ye revize ettik. Bu rakam, geçen yıla göre %42 net kar artışı ifade ediyor.
- Hedef fiyatımızı 3.80TL'den 3.70 TL'ye düşürüyoruz. 12 Aylık %5.7 temettü verimi ile birlikte %45 yukarı yönlü potansiyel sunan hisse için "AL" tavsiyemizi koruyoruz.
- Artan nakit akışı ve güçlü mali yapısı sayesinde, Erdemir'in karlılığını korurken yüksek temettü ödemeye devam etmesini öngörüyoruz.

Güçlü faaliyet performansı 2014'te de devam edecek. Bu seneki %117'lik net kar artışının ardından, 2014 yılında %42 net kar artışı bekliyoruz. (1) %4.2 satış hacmi büyümesi, (2) %3.2 fiyat artışı ve (3) %14 kur etkisiyle birlikte 2014 yılında net satışların %22 artmasını öngörüyoruz. Hammaddede maliyetlerindeki %5'lik artış beklentimiz sonucunda fiyat-nakit maliyet farkında sınırlı değişim olacağı görüşündeyiz. 2014 VAFÖK marjı beklentimiz %19.6 seviyesindedir.

Güçlü yanlar ayrıntılarda gizli (1) 2006'dan beri, Erdemir 3.5 milyar\$ yatırım gerçekleştirdi, kapasitesini 4mn tondan 9mn tona yükseltti ve %93 KKO'ya ulaştı. (2) küresel benzerlerin %11.6 olan VAFÖK marjına karşılık Erdemir için 2014T %19.6 VAFÖK beklentimiz, (3) EAO üreticilerine karşı maliyet avantajı hurda ve enerji fiyatları yüksek kaldıkça devam edecek, (4) Yeniden yapılandırma tamamlandı ve katma değerli ürünlerin üretilmesine dair gelişmeler katalizör olabilir.

Güçlü temeller yüksek potansiyeli makul kılıyor. Erdemir 7.1x 2014T F/K çarpanıyla küresel benzerlerine göre %54 iskontolu işlem görmektedir. Mevcut seviyelerin, güçlü temelleri yansıtmadığını düşünüyoruz. Erdemir 3 çeyrektir beklentilerin üzerinde sonuç açıkladı. Olumlu çelik sektörüyle beraber (1) yüksek KKO, (2)135\$ olan VAFÖK/ton gibi faktörleri göz önüne aldığımızda, şirketin tahminlerin üzerinde sonuç açıklamaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Finansallar, mn TL	2010	2011	2012	2013	2014T
Net Satışlar	6,633	8,921	9,570	9,781	11,963
Büyüme	26%	34%	7%	2%	22%
FAVÖK	1,480	2,139	1,111	1,990	2,341
Net Kar	766	1,006	424	920	1,305
FAVÖK Marjı	22.3%	24.0%	11.6%	20.3%	19.6%
Net Marjı	11.5%	11.3%	4.4%	9.4%	10.9%
Temettü Verimliliği	4.9%	3.2%	5.7%	5.0%	7.0%
FD/FAVÖK	8.2x	5.7x	10.9x	6.1x	5.2x
F/K	12.1x	9.2x	21.9x	10.1x	7.1x

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

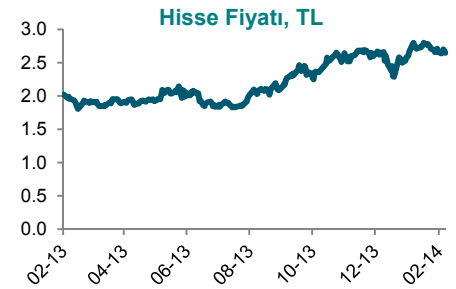
Cemal Demirtas
cdemirtas@atainvest.com
+90 (212) 310 6428

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	2.65
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	3.70
Beklenen Temettü Verimliliği	6%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	39%
Toplam Yükselme Potansiyeli	45%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	9,275
Piyasa Değeri, mn ABD\$	4,246
Girişim Değeri, TL mn	12,128
Halka Açıklık, %	32%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	33.7



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	-5%	3%	36%
İMKB100'e göre	-1%	18%	62%

Gelir Tablosu (mın TL)	2010	2011	2012	2013	2014E
Net Satışlar	6,633	8,921	9,570	9,781	11,963
VAFÖK	1,480	2,139	1,111	1,990	2,341
Amortisman	350	361	423	445	432
Operasyonel Kar	1,130	1,778	689	1,545	1,909
Diğer Gelirler, Net	-8	-53	-6	14	32
Ortaklardan Kar/Zar	0	0	0	0	0
Finansal Gelirler, net	-147	-428	-37	-311	-249
VÖK	974	1,297	645	1,248	1,692
Devam Eden Operasyonlardan Kar	796	1,039	455	960	1,345
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	30	34	31	40	40
Net Kar	766	1,006	424	920	1,305
Hisse Başı Net Kar	0.22	0.29	0.12	0.26	0.37

Erdemir
Sektör: Demir Çelik
Bloomberg Kodu: EREGL TI
Ata Yatırım Tavsiyesi: AL

Bilanço (mın TL)	2010	2011	2012	2013	2014E
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,883	1,112	1,830	768	1,270
Ticari Alacaklar	638	1,132	1,029	1,672	1,662
Stoklar	2,503	3,628	2,848	3,383	3,782
Maddi Duran Varlıklar	6,924	7,076	7,151	7,833	8,243
Şerefiye	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklar	594	442	283	378	394
Toplam Varlıklar	13,541	13,391	13,141	14,034	15,350
Finansal Borçlar	5,851	4,778	4,419	3,500	3,400
Ticari Borçlar	360	534	428	504	972
Diğer Borçlar	639	792	879	1,323	1,390
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	180	201	211	240	276
Özsermaye	6,511	7,087	7,205	8,467	9,312
Net Borç	2,968	3,666	2,588	2,732	2,130

Şirket Hakkında
Erdemir Türkiye'nin en büyük düz çelik ve uzun çelik üretebilen entegre üreticisidir. Şirketin 9.1mn ton likit çelik kapasitesi bulunmaktadır. Şirket ayrıca madencilik aktiviteleriyle demir cevherinde %22 oranında kendine yetecek durumdadır. Şirket 2005 yılında özelleştirilmiş ve OYAK, bağlı ortaklığı Ataer Holding vasıtasıyla Erdemir'in %49.3'ünü \$USD2.96 milyara satın almıştır. Arcelor Mittal'in son hisse satışından sonra şirkette %12'lik bir payı bulunmaktadır.

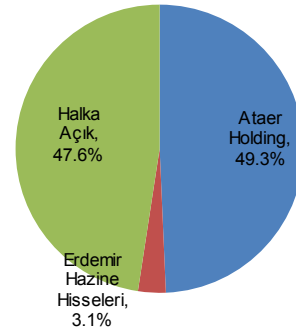
Özet Nakit Akımları (mın TL)	2010	2011	2012	2013	2014E
Vergi ve Azınlık Payları Öncesi Kar	974	1,297	645	1,248	1,692
Amortisman	350	361	423	445	432
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-862	-1,446	777	-1,101	80
Vergiler	-178	-258	-191	-288	-347
Yatırım Harcamaları	-303	-427	-432	-317	-816
Temettü ödemeleri	0	-450	-300	-525	-460
Sermaye Arttırımı	0	0	0	0	0
Borçlanmadaki Değişim	1,685	-1,073	-359	-919	-100
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	151	226	154	395	20
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	1,817	-1,771	718	-1,062	502
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	2,883	1,112	1,830	768	1,270

Büyüme Oranları	2010	2011	2012	2013	2014E
Satış Gelirleri	26.0%	34.5%	7.3%	2.2%	22.3%
FAVÖK	252.6%	44.6%	-48.1%	79.1%	17.7%
Net Kar	-554.1%	31.3%	-57.8%	116.9%	41.8%

Önemli Finansal Rasyolar	2010	2011	2012	2013	2014E
Özsermaye Karlılığı	12.5%	14.8%	5.9%	11.7%	14.7%
VAFÖK Marjı	22.3%	24.0%	11.6%	20.3%	19.6%
Net Kar Marjı	11.5%	11.3%	4.4%	9.4%	10.9%
Net Borç/Özsermaye	0.46	0.52	0.36	0.32	0.23
Net Borç/FAVÖK	2.01	1.71	2.33	1.37	0.91
Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar	52.2%	31.1%	45.8%	42.3%	40.6%
Öz Sermaye/Toplam Varlıklar	49.4%	54.4%	56.4%	62.0%	62.5%
Kaldıraç	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6
Faiz Karşılama Oranı	7.7	4.2	18.5	5.0	7.7
Cari Oran	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
Nakit Temettü Oranı	58.7%	29.8%	123.8%	50.0%	50.0%

Değerleme Göstergeleri	2010	2011	2012	2013	2014E
Satış Hacmi	6,516	6,648	7,448	7,684	8,009
Ortalama Fiyat/ton (US\$)	678	802	717	668	690
Nakit Gider/ton (US\$)	527	610	634	532	555
VAFÖK/ton (US\$)	151	192	83	136	135

Ortaklık Yapısı



Yatırım Tezi: 2014 yılında da parlamaya devam edecek

4Ç13 sonuçlarını takiben, 2014 tahminlerimize ufak çaplı değişiklikler yaptık. 2014 VAFÖK ve net kar tahminlerimizi sırasıyla %3 ve %8 oranlarında düşüşle 2,341mn TL ve 1,305mn TL, seviyelerine revize ettik. Bu değişiklikler sonucunda 12 aylık hedef fiyat tahminimizi de 3.80 TL'den 3.70TL'ye düşürdük. 2013 net karından dağıtılacak olan temettü neticesinde oluşacak %5.5 temettü verimi ile birlikte %345 yukarı yönlü potansiyel sunan hisse için "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Güçlü temeller yukarı yönlü potansiyeli makul kılıyor

Net satış ve VAFÖK tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler neticesinde, 2014 net kar tahminimizi %8 aşağı revize ederek 1,305mn TL'ye düşürüyoruz. Kendi tahminlerimize göre, Erdemir 7.1x 2014T F/K çarpanlarıyla küresel benzerlerine göre %54 iskontolu işlem görmektedir. Yeniden yapılandırmanın bitmesi ve katma değerli ürünlerin ürün gamına eklenecek olması göz önüne alındığında Erdemir, Türkiye'nin büyüme potansiyelinden katma değerli ürünleri ve geniş müşteri tabanıyla en çok yararlanacak şirketlerden olacaktır.

Önümüzdeki yıllarda yüksek temettü ödemeye devam edecek

Şirket, Mayıs ayındaki 0.03TL/hisse temettü ödemesine ek olarak 20 Kasım 2013 itibarıyla 0.1157TL/hisse temettü dağıtmıştır. Şirketin 2014 yılında %5.7 verime işaret eden 0.13TL/hisse temettü dağıtmasını bekliyoruz.

Nakit akışındaki gelişimle birlikte, Erdemir'in önümüzdeki yıllarda da yüksek temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz. 2006 yılından beri, şirket \$3.5 milyar yatırım gerçekleştirmiştir. 2013 yılında gerçekleşen 166mn dolarlık yatırımın ardından şirketin 2014 yılında 377mn dolar yatırım yapmasını öngörüyoruz. Düşük borçluluğu ve güçlü operasyonel nakit ile birlikte nakit akışında bir miktar daha iyileşme olacağını öngörüyoruz.

Küresel benzerlere göre en karlı çelik üreticileri arasında

Güçlü faaliyet karlılığına ek olarak, detaylarda gizli olan güçlü tarafların hisse performansı için pozitif katalizör olacağına inanıyoruz. Bloomberg tahminlerine göre, Erdemir en karlı çelik şirketlerinden birisidir. Yine Bloomberg tahminlerine göre, çelik üreticileri için ortalama VAFÖK marjı %11.6 iken Erdemir için 2014 VAFÖK marjı beklentimiz %19.6'dır.

Rekabetçi avantaj ayrıntılarda gizli

2013 yılında sağlanan güçlü operasyonel performans sadece küresel çelik piyasasındaki görünümdeki iyileşmeden değil, ayrıca yerel pazardaki trendler ve şirket operasyonlarındaki yapılandırma sürecinden kaynaklandı. Küresel çelik piyasasındaki görünümün iyileşmesiyle birlikte Rusya ve Ukrayna tarafından büyük bir baskı gelmedi. Yerel tarafta ise, Erdemir hem düz hem de uzun çelik üretebilecek tek oyuncudur. Şu anda, entegre çelik üreticilerinin, hurdayı ham madde olarak kullanan elektrik ark ocaklı üreticilere göre yüksek bir maliyet avantajı bulunmaktadır. İleriye dönük olarak, Erdemir'in bu ortamdan daha fazla yararlanmaya devam edeceğini ve yassı ile uzun çelik arasında üretimini kolaylıkla değiştirmesi neticesinde pazar payı artışını sürdüreceğini düşünüyoruz.

Cuma günü düzenlenen analist toplantısında, şirket yönetimi 2014 yılına ilişkin bir öngörü paylaşmazken, en azından 1. çeyrekte şu ana kadar faaliyetlerinde herhangi bir bozulmanın yaşanmadığının belirtti. Ayrıca yüksek kapasite kullanım oranı ve düşük kömür fiyatlarının etkisiyle, entegre çelik tesislerinin hurda ve enerjiye dayalı ark ocaklarına karşı rekabet gücünün devam ettiğinin altını çizdi.

2014 yılında önceki yıla göre %4.2 artışla 8 mn ton satış hacmi öngörüyoruz.

İskenderun fabrikasındaki grevle birlikte oluşan 500bin tonluk üretim kaybına rağmen, Erdemir, 2013 yılında satış hacmini %3.2 arttırarak 7.68mn tona yükseltti. Ayrıca, VAFÖK marjını geçtiğimiz yılın aynı döneminde gerçekleşen %11.6 seviyesinden %20.3'e yükseltmiştir. (1) yerel talep neticesinde artan satış hacmi, (2) daha yüksek kapasite kullanım oranı, (3) daha düşük hammadde fiyatları, özellikle kömür fiyatlarındaki %28 y/y düşüş, (4) Dolar'ın TL karşısında değer kazanması güçlü operasyonel performansın arkasında yatan nedenlerdi. Ayrıca, Erdemir'in proaktif satış yaklaşımı ve üretimini esnek bir şekilde düz ve uzun çelik arasında değiştirebilmesi karlılığı destekledi.

Düşük kömür fiyatları karlılığı olumlu etkilemeye devam ediyor

Küresel kömür fiyatları yıllık bazda %25 düşerek \$158/ton'a geriledi. Ayrıca, demir cevheri fiyatları yıllık bazda %1.8 yükselişle 136\$/ton'a ulaştı. Kömür fiyatlarındaki düşüş sebebiyle, kömürün hammadde giderleri içerisindeki payı 2012'deki %36 seviyesinden 2013'te %28'e geriledi. Ayrıca, hammadde giderlerinin toplam giderler içerisindeki payı 2011'deki %75 ve 2012'deki %74 seviyesinden %72'ye geriledi.

Fiyat-maliyet farkında önemli bir değişiklik beklemiyoruz

Marjlardaki pozitif trendin 1Ç14 ve 2014 yılının tamamında da devam edeceğini düşünüyoruz. Geçen yılki %3.2'lik hacim büyümesine ek olarak 2013 için %4.2 büyümeye işaret eden 8mn ton satış hacmi bekliyoruz. Fiyat-maliyet farkında ise önemli bir değişiklik olmayacağını öngörüyoruz. Dolar bazlı ürün fiyatlarında %3.2 y/y artış ve hammadde fiyatlarında %5 y/y artış bekliyoruz. Bu varsayımlarla birlikte, 2014 VAFÖK/ton tahmimiz 2013 yılındaki \$136/tona benzer olarak \$135/ton olmaktadır.

Riskler

Çelik fiyatlarında beklenmedik düşüş

2008 krizi sonrasında çelik fiyatları ciddi oranda oynaklık gösterdi. 2008'deki rekor seviyeler sonrasında çelik fiyatları 2009 yılında %60-70 oranında düşüş yaşadı. Sonrasında, fiyatlardaki trend yukarıya döndü ve oynaklıklar azaldı. Karlılığın daha önemli hale gelmesiyle birlikte küresel arz-talebin daha dengelendiğini düşünüyoruz. 2014 yılında HRC fiyatlarının %4 artmasını bekliyoruz. (2013: %7 düşüş)

Çelik fiyatları ve hammadde giderleri arasındaki farklılık

Demir cevheri üreticilerinin, çelik üreticilerine karşı pazarlık avantajına sahip olması nedeniyle, demir cevheri üreticilerinin yaratabileceği olumsuzluklar çelik şirketlerinin hammadde fiyatlarındaki artışı ürün fiyatlarına yansıtması noktasında bir risk taşımaktadır. 2013 yılında, demir cevherinin önemli bir etkisini görmedik; fakat kömür fiyatlarındaki düşüşten dolayı pozitif bir katkı gerçekleşti. Şu anda kömür fiyatlarında önemli bir toparlanma işaret bulunmamaktadır. 2014 yılında hammadde fiyatlarında %4 ve nihai ürün fiyatlarında ortalama %4 yükseliş bekliyoruz. Bu nedenle, 2014 yılı için VAFÖK/ton'da sınırlı bir değişim öngörüyoruz.

Yerel üreticilerin rekabet baskısını arttırması

Entegre tesislerle çelik sektörüne giriş yapmak zaman harcayan ve yüksek maliyetli bir süreçtir. 2007 yılından beri çeşitli EAO üreticileri düz çelik işine girdi. Çolakoğlu, Tosyalı ve Rus MMK toplamda 7mn ton ile giriş yapan şirketlerdir. Şu anda, Erdemir'in EAO üreticilerine karşı yüksek hurda ve enerji fiyatları sebebiyle maliyet avantajı bulunmaktadır. Bu trendin hurda fiyatlarının güçlü seyretilmesi ve demir cevheri seyrederken kömür fiyatlarının düşmesi neticesinde ileriki dönemlerde de değişmesini beklemiyoruz.

ArcelorMittal Mart 2014 sonrasında hisse satabilir

ArcelorMittal Erdemir'deki %6.7 payını sattı ve 180 gün boyunca hisse satışı yapmama taahhüdü verdi. Bundan sonraki hisse satışı Mart 2014 sonrasında gerçekleşebilir. Hisse performansında Arcelor Mittal'in satışı sebebiyle oluşabilecek baskıların geçici olduğunu düşünüyoruz. Yatırımcıların, hisse senedindeki satışların yaratacağı kısa vadeli baskılara karşılık şirketin güçlü temellere odaklanması gerektiğine inanıyoruz.

2013 ve 2014 Revizyonları

Tablo 1- Erdemir- Revizyonlar

TL mn	Önceki		Gerçekleşen		Önceki		Yeni	
	2013T	Revizyon	2013		2014T	Revizyon	2014T	
Net Satışlar	9,913	-1%	9,781		12,151	-2%	11,963	
Büyüme %	3.6%	-39%	2.2%		22.6%	-1%	22.3%	
VAFÖK	1,962	1%	1,990		2,413	-3%	2,341	
VAFÖK marjı %	19.8%	55 bps	20.3%		19.9%	-28 bps	19.6%	
Operasyonel Kar	1,521	2%	1,545		1,980	-4%	1,909	
Operasyonel marj(%)	15.3%	45 bps	15.8%		16.3%	-34 bps	16.0%	
Net kar	1,010	-9%	920		1,413	-8%	1,305	

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 2- Erdemir- Ata Yatırım Tahminleri vs. Bloomberg Tahminleri

TL mn	Ata Yatırım		Bloomberg Tahmini		Ata Yatırım		Bloomberg Tahmini	
	2014T	Farklılık	2014T		2015T	Farklılık	2015T	
Net Satışlar	11,963	-7%	11,090		13,167	-13%	11,480	
VAFÖK	2,341	-14%	2,010		2,508	-19%	2,030	
Net kar	1,305	-17%	1,080		1,500	-25%	1,120	
VAFÖK marjı %	19.6%	-145 bps	18.1%		19.0%	-136 bps	17.7%	

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg Tahminleri

Değerleme

Erdemir'in değerlemesinde hem DCF hem de çarpan karşılaştırması yöntemini kullanıyoruz. (50:50) Değerleme modelimize göre, 12 aylık hedef fiyatımız olan 3.70TL %45 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

2014 F/K ve ŞD/VAFÖK değerlememiz 3.75TL hedef fiyat sonucunu verirken DCF modelimiz 3.65TL hedef fiyat önermektedir. DCF modelimizde, %10 risksiz getiri oranı, 12.8% AOSM ve %4 terminal büyüme oranı kullanılmaktadır.

Benzer Grup Karşılaştırması

Tablo 3- Erdemir- Küresel Çelik Üreticileri

		ŞD/VAFÖK			F/K			ŞD	PD
		2012	2013	2014T	2012	2013	2014T	(mn US\$)	(mn US\$)
Bloomberg Kodu									
Avrupa		6.8	7.7	6.2	103.3	13.5	50.2		
Thyssen Krupp	TKA GR	8.4	8.8	7.3	-	-	50.2	22,157	15,632
Arcelor Mittal	MT LX	6.8	7.0	5.5	-	-	16.5	47,354	27,895
Voest Alpine	VOE AV	6.3	6.3	6.2	11.9	13.5	12.9	12,052	7,780
SSAB Ser A	SSABA SS	11.5	21.0	11.6	194.7	-	235.0	5,060	2,483
Salzgitter	SZG GR	4.3	7.7	4.0	-	-	65.8	2,453	2,615
Kuzey Amerika		12.0	9.2	6.1	32.6	35.9	15.8		
Nucor	NUE US	12.0	12.7	8.6	31.2	35.9	19.2	19,248	16,086
Ak Steel	AKS US	13.2	9.2	6.1	-	-	15.1	2,810	934
US Steel	X US	6.9	9.1	5.7	34.0	-	15.8	7,180	3,844
Brezilya		9.1	8.0	6.8	n.m	13.7	10.8		
CSN	CSNA3 BZ	9.1	8.0	6.8	-	13.7	10.8	16,190	7,070
Asya									
Posco	005490 KS	6.8	7.1	6.3	9.8	13.7	10.9	28,615	24,254
Steel Authority of India Limited	SAIL IN	7.0	7.7	5.7	7.9	39.2	10.3	14,359	5,680
Bluescope Steel	BSL AU	6.8	7.7	8.2	6.2	8.6	9.7	7,302	3,940
Rusya&G.Afrika									
MMK	MAGN RM	3.9	5.1	4.7	97.6	-	-	5,195	2,181
Novolipetsk	NLMK RM	6.1	7.8	6.7	10.7	21.8	16.0	11,776	8,997
Severstal	CHMF RU	5.3	6.0	5.5	8.0	15.9	12.0	11,517	7,580
Küresel Benzerler-Ortalama		6.8	7.7	6.2	11.3	13.7	15.4		
Erdemir		10.9	6.1	5.2	21.9	10.1	7.1	5,552	4,246
Benzerlere göre İskonto		60%	-21%	-17%	93%	-26%	-54%		

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg Tahminleri

Erdemir- Ciro Modeli

Tablo 4- Ciro Modeli

TL m n	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar (US\$ mn)	3,802	2,928	3,694	4,994	5,341	5,136	5,527	5,921	6,283
Satış Hacmi	5,897	6,986	6,516	6,648	7,448	7,684	8,009	8,249	8,497
Ortalama Fiyat/ton	645	419	567	751	717	668	690	718	739
VAFÖK (US\$ mn)	496	233	824	1,198	620	1,045	1,082	1,128	1,152
VAFÖK/ton	84	33	127	180	83	136	135	137	136
VAFÖK Marjı	13.1%	8.0%	22.3%	24.0%	11.6%	20.3%	19.6%	19.0%	18.3%
Nakit Maliyet/ton	561	386	440	571	634	532	555	581	604
USD/TL ort.	1.7886	1.7984	1.7954	1.7861	1.7918	1.9043	2.1645	2.2239	2.2750

Tablo 5- Özet Kar/Zarar Tablosu

TL m n	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	6,800	5,266	6,633	8,921	9,570	9,781	11,963	13,167	14,294
SMM	-5,964	-5,030	-5,313	-6,848	-8,594	-7,922	-9,724	-10,726	-11,705
Brüt Kar	837	236	1,320	2,072	976	1,859	2,239	2,440	2,589
Operasyonel Gider	-202	-179	-190	-294	-287	-314	-330	-357	-386
Operasyonel Kar	635	57	1,130	1,778	689	1,545	1,909	2,083	2,203
Net Diğer Gelir/(Gider)	-118	-6	-8	-53	-6	14	32	31	33
Finansal Giderler	-232	-275	-147	-428	-37	-311	-249	-199	-179
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-16	0	-30	-34	-31	-40	-40	-40	-40
VÖK	269	-224	944	1,263	615	1,208	1,652	1,875	2,016
Vergi	-57	55	-178	-258	-191	-288	-347	-375	-403
Net Kar	211	-169	766	1,006	424	920	1,305	1,500	1,613
Amortisman	-227	-330	-299	-309	-344	-396	-388	-380	-372
VAFÖK	888	420	1,480	2,139	1,111	1,990	2,341	2,508	2,620
Brüt Kar Marjı	12.3%	4.5%	19.9%	23.2%	10.2%	19.0%	18.7%	18.5%	18.1%
Operasyonel Giderler/N. Satışlar	-3.0%	-3.4%	-2.9%	-3.3%	-3.0%	-3.2%	-2.8%	-2.7%	-2.7%
VAFÖK Marjı	13.1%	8.0%	22.3%	24.0%	11.6%	20.3%	19.6%	19.0%	18.3%
Net Kar Marjı	3.1%	-3.2%	11.5%	11.3%	4.4%	9.4%	10.9%	11.4%	11.3%

Kaynak: Erdemir, Ata Yatırım Tahminleri

*1 Temmuz 2013 itibariyle fonksiyonel para birimi ABD\$ olarak değiştirildi.

4Ç13 Finansal Sonuçlar:

FAVÖK rakamı 525mn TL oldu ve beklentilerimizin %6 üzerinde gerçekleşmiş oldu.

Net kar 152mn TL olarak gerçekleşti. Bu rakam, hem bizim (242mn TL) hem de Cnbc-E piyasa beklentisinin (243mn TL) altında kaldı. Beklentilerin altında kalan net kar rakamının ardında, bir kerelik diğer gelirler ve beklentilerin üzerinde gerçekleşen ertelenmiş vergi gideri vardı.

Erdemir'in faaaliyet geliri, beklentimizin 24mn TL üzerinde gerçekleşirken, net kar beklentimizi 90mn TL altında kaldı. Bunun altında yatan sebepler olarak (1) vergiye tabi olmayan çevrim farklarının etkisinden dolayı oluşan ertelenmiş vergi gideri (-TL46mn), (2) bir seferlik sabit kıymet değer düşüklüğü gideri ve diğer giderler (-TL32mn) ve (3) türev araçların gerçeğe uygun değer farkından (-21mn TL) olan giderler sıralanabilir.

Erdemir'in net satışları 4.çeyrekte beklentilerimizin %5 altında gerçekleşti: (1) Satış hacmi 1.958mn ton olarak beklentimizin %6.3 altında ve (2) ortalama satış fiyatı da beklentimizin %1.5 altında ton başına 650 dolar olarak gerçekleşti.

Faaliyetler seviyesinde, net satışlar beklentilerimizin %5 altında gerçekleşse de fiyat/maliyet makasının olumlu yönde hareket etmesi ve doların TL'ye göre değer kazanması, FAVÖK marjının %20.3 olarak gerçekleşmesi ve hem bizim %18.3 hem de piyasa beklentisi olan %17.4'ün üzerinde gerçekleşmesinde etkili oldu. 4. Çeyrekte Ton başına FAVÖK, 132 dolar oldu ve 117 olan beklentimizi aştı.

Tablo 6 - Erdemir – 4Ç13 Finansal Sonuçlar

	Cnbc-E Kons. Tahm.	Ata Yatırım Tahmini	Gerçekleşen						Ata Yatırım Tahmini Gerçekleşen			
TL m n	4Ç13E	4Ç13T	Sapma	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Ç13	q/q Δ	2013T	2013	2012	y/y Δ
Net Satışlar	2,678	2,713	-5%	2,581	2,435	6%	2,152	20%	9,913	9,781	9,570	2%
Satışların Maliyeti		-2,241	-7%	-2,074	-2,188	-5%	-1,715	21%	-8,090	-7,922	-8,594	-8%
Brüt Kar		472	8%	508	247	106%	438	16%	1,823	1,859	976	90%
Faaliyet Giderleri		-80	15%	-92	-74	25%	-71	30%	-302	-314	-287	9%
Faaliyet Karı		392	6%	416	173	140%	367	13%	1,521	1,545	689	124%
Net Diğer Gelir/(Gider)		-8	462%	-45	4	n.m.	-17	166%	33	14	-6	n.m.
Finansal Giderler		-80	33%	-106	-13	695%	-76	40%	-267	-311	-37	736%
Azınlık Payı		-9	n.m.	-12	-4	n.m.	-7	n.m.	-37	-40	-31	n.m.
Vergi Öncesi Kar		295	-15%	252	160	58%	267	-6%	1,251	1,208	615	96%
Vergi Öncesi Kar		-53	88%	-100	-93	8%	-44	130%	-241	-288	-191	51%
Net Kar	243	242	-37%	152	67	128%	224	-32%	1,010	920	424	117%
		0		0	0		0			0	0	
Amortisman ve itfa payı		-94	1%	-95	-86	10%	-94	1%	-396	-396	-344	15%
VAFÖK	465	497	6%	525	291	80%	472	11%	1,962	1,990	1,111	79%
Brüt Marj		17.4%	227 bps	19.7%	10.1%	953 bps	20.3%	-68 bps	18.4%	19.0%	10.2%	881 bps
Fa. Gid/ Net Satışlar		-2.9%	-62 bps	-3.6%	-3.0%	-54 bps	-3.3%	-27 bps	-3.0%	-3.2%	-3.0%	-21 bps
VAFÖK Marjı	17.4%	18.3%	202 bps	20.3%	12.0%	837 bps	21.9%	-159 bps	19.8%	20.3%	11.6%	873 bps
Efektif Vergi Oranı		18.0%	2,170 bps	39.7%	58.2%	-1,851 bps	16.3%	2,339 bps	19.2%	23.8%	31.0%	-719 bps
Net Marj	9.1%	8.9%	-304 bps	5.9%	2.7%	315 bps	10.4%	-450 bps	10.2%	9.4%	4.4%	497 bps

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 7 - Erdemir – Faaliyet Göstergeleri

m n	Gerçekleşen			Ata Yatırım			Tahmini Gerçekleşen		
	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Ç13	q/q Δ	2013T	2013	2012	y/y Δ
Net Satışlar (m n \$)	1,273	1,363	-6.6%	1,093	16.5%	5,206	5,136	5,341	-4%
Satış Hacmi (ton)	1,958	2,059	-5%	1,591	23%	7,816	7,684	7,448	3%
Ton başına ortalama fiyat	650	662	-2%	687	-5%	666	668	717	-7%
VAFÖK (m n \$)	259	163	59%	240	8%	1,030	1,045	620	68%
Ton başına VAFÖK	132	79	67%	151	-12%	132	136	83	63%
VAFÖK Marjı	17.5%	17.5%	0 bps	17.5%	0 bps	19.8%	17.5%	17.5%	0 bps
Nakit Maliyet/Ton	518	583	-11%	536	-3%	534	532	634	-16%
\$/TL ortalama	2.0270	1.7861	13%	1.9694	3%	1.9043	1.9043	1.7918	6%

Net Borç

TL m n	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Q13	q/q Δ	2013T	2013	2012	y/y Δ
Kısa Vadeli Fin. Borçlar	1,480	1,972	-25%	1,717	-14%	1,672	1,480	1,972	-25%
Uzun Vadeli Fin. Borçlar	2,020	2,738	-26%	2,237	-10%	2,738	2,020	2,738	-26%
Brüt Fin. Borç	3,500	4,710	-26%	3,954	-11%	4,410	3,500	4,710	-26%
Nakit ve nakit benzeri	768	1,830	-58%	1,910	-60%	2,120	768	1,830	-58%
Net Borç	2,732	2,880	-5%	2,044	34%	2,291	2,732	2,880	-5%

Net İşletme Sermayesi

TL m n	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Q13	q/q Δ	2013T	2013	2012	y/y Δ
Ticari Alacaklar	1,672	1,029	62%	1,351	24%	1,294	1,672	1,029	62%
Stoklar	3,383	2,848	19%	2,853	19%	2,786	3,383	2,848	19%
Ticari Borçlar	504	428	18%	354	42%	404	504	428	18%
İşletme Sermayesi	4,551	3,449	32%	3,850	18%	3,676	4,551	3,449	32%
Alacak Tahsil Süresi	58	38	53%	56		47	62	39	
Stok Süresi	147	117	25%	150		124	154	119	
Ticari Borç Ödeme Süresi	22	18	24%	19		18	23	18	
Nakite Dönüşüm Süresi (gü)	183	138	33%	188		153	192	140	

Diğer Bilanço Kalemleri

TL m n	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Q13	q/q Δ	2013T	2013	2012	y/y Δ
Defter Değeri	8,467	7,205	18%	8,248	3%	8,100	8,467	7,205	18%
Toplam Varlık	14,034	13,141	7%	14,020	0%	14,080	14,034	13,141	7%
Yatırım Harcaması	46	114	-60%	111	-58%	459	459	434	6%
Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri									

Tablo 8 - Erdemir – 2014 Yılı Tahminlerimizde Revizyonlar

TL mn	Önceki Tahmin		Ata Yatırım Tahmini		Gerçekleşen		
	2014T	Revizyon	2014T	y/y Δ	2013	2012	y/y Δ
Net Satışlar	12,151	-2%	11,963	22%	9,781	9,570	2%
Satışların Maliyeti	-9,842	-1%	-9,724	23%	-7,922	-8,594	-8%
Brüt Kar	2,309	-3%	2,239	20%	1,859	976	90%
Faaliyet Giderleri	-329	0%	-330	5%	-314	-287	9%
Faaliyet Karı	1,980	-4%	1,909	24%	1,545	689	124%
Net Diğer Gelir/(Gider)	36	-12%	32	126%	14	-6	n.m.
Finansal Giderler	-213	17%	-249	-20%	-311	-37	736%
Azınlık Payı	-37	n.m	-40	n.m	-40	-31	n.m
Vergi Öncesi Kar	1,766	-6%	1,652	37%	1,208	615	96%
Vergi Öncesi Kar	-353	-2%	-347	21%	-288	-191	51%
Net Kar	1,413	-8%	1,305	42%	920	424	117%
					0	0	
Amortisman ve itfa payı	-388	0%	-388	-2%	-396	-344	15%
VAFÖK	2,413	-3%	2,341	18%	1,990	1,111	79%
Brüt Marj	19.0%	-28 bps	18.7%	-29 bps	19.0%	10.2%	881 bps
Faal. Gid/ Net Satışlar	-2.7%	-5 bps	-2.8%	45 bps	-3.2%	-3.0%	-21 bps
VAFÖK Marjı	19.9%	-28 bps	19.6%	-77 bps	20.3%	11.6%	873 bps
Efektif Vergi Oranı	20.0%	100 bps	21.0%	-283 bps	23.8%	31.0%	-719 bps
Net Marj	11.6%	-72 bps	10.9%	150 bps	9.4%	4.4%	497 bps

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

Fonksiyon para birimin ABD\$'ına çevrilmesinin etkisi

Fonksiyonel kur olarak TL'den ABD\$'ına geçişin ardındaki rasyonel

TL'nin Grup'un içerisinde bulunduğu temel ekonomik çereyi yansıtmaktak etkisinin azalmasıyla birlikte, 2012 yılı içerisinde ve 2013 yılının ilk yarısında fiili satış tahsilatlarının önemli bir kısmının (%50Y' yakını) TL cinsinden gerçekleşmesi nedeniyle, fonksiyonel para birimi koşullarının tümünün oluşmadığı ve ilk 6 aylık finansal tablolarında da fonksiyonel para biriminin TL olarak devam etmesi görüşü şirket yönetiminde benimsenmiştir. Bununla birlikte 2013 yılı içerisinde fiili satış tahsilatlarının ağırlıklı olarak ABD\$ cinsinden yapılması kararı doğrultusunda gerekli altyapı çalışmalarına başlanmış, bilgi işlem altyapısı ve çevrimiçi bankacılık sisteminde yapılan değişikliklere istinaden Erdemir Online üzerinden müşterilere gerekli bilgilendirmeler yapılmı ve Eylül 2013 başından itibaren DBS bankacılık sisteminde yalnızca ABD\$ cinsinden tahsilatlar yapılmaya başlanmıştır. 2013 yılının 3. Çeyreğinde satış tahsilatlarının önemli bir oranının ABD\$ cinsinden yapılmasıyla nedeniye geçiş koşulları 30 Eylül 2013 itibariyle tamamlanmış bulunmaktadır. Bu gelişmelere istinaden Erdemir'in fonksiyonel para biriminin TL'den ABD\$'ına değiştirilmesi zorunluluk haline gelmiştir.

2013 yılının tamamı için fonksiyonel para biriminin ABD\$'ına çevrilmesinin, Vergi Öncesi Kar açısından 67mn TL'lik negatif bir etkisi olmuştur.

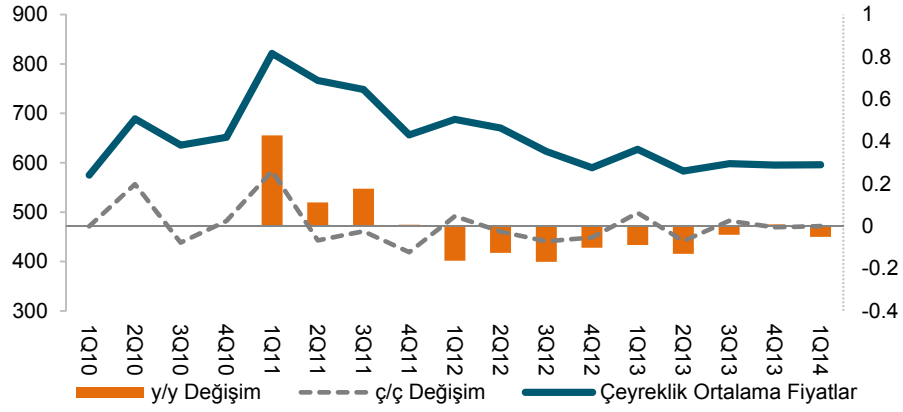
Tablo 9 –Fonksiyonel para birimindeki değişikliğin etkisi

	US\$- FC	TL- FC	
	2013	2013	Diff
Dönen Varlıklar	6,008	5,792	216
Duran Varlıklar	8,026	7,269	757
Toplam Varlıklar	14,034	13,061	974
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,475	2,462	13
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,852	2,660	192
Özsermaye	8,707	7,938	769
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	8,467	7,720	747
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	240	218	22
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	14,034	13,061	974
Net Satışlar	9,781	9,736	44
Satışların Maliyeti	-7,922	-7,875	-47
Brüt Kar	1,859	1,861	-2
Vergi Öncesi Kar	1,248	1,315	-66
Gross Margin	19.0%	19.1%	
PBT Margin	12.8%	13.5%	

Kaynak: Şirket

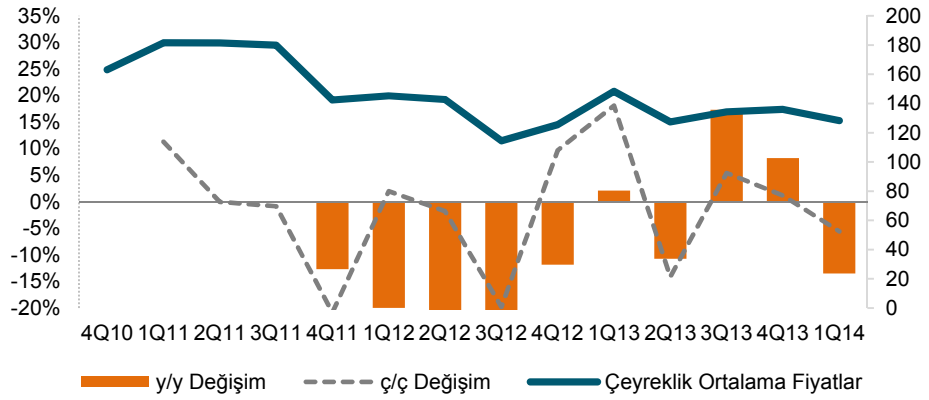
Çelik ve Hammadde Fiyatlarındaki Trendler

Tablo 10 -Erdemir – HRC Fiyatları (US\$/ton)



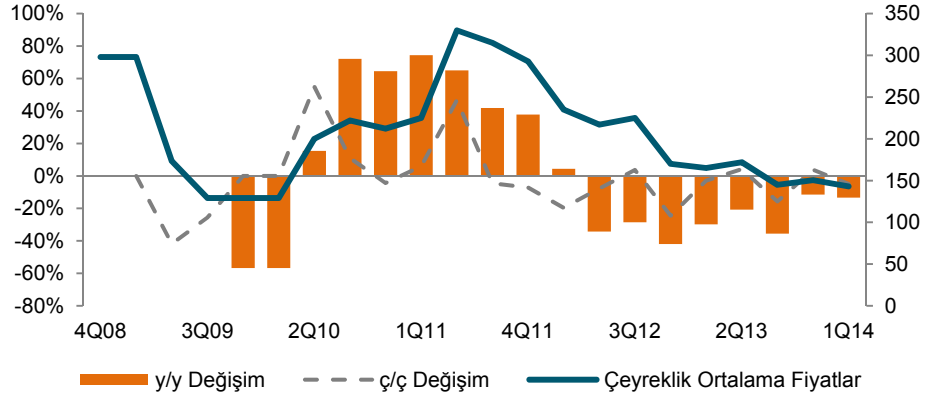
Kaynak: Bloomberg, SSPRHCEW Index

Tablo 11- Küresel Demir Cevheri Fiyatları (US\$/ton)



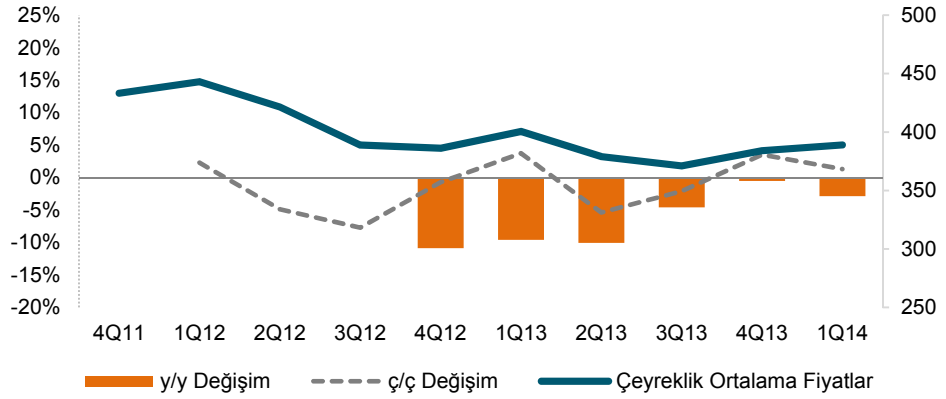
Kaynak: Bloomberg, IOECAU62 Index

Tablo 12- Küresel Kömür Fiyatları (US\$/ton)



Kaynak:: Bloomberg, HARDCOAL Index

Tablo 13- Küresel Hurda Fiyatları (US\$/ton)



Kaynak:: Bloomberg, SSPRSCHT Index

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ön ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İşbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.