

ERDEMİR (EREGL TI /EREGLI.IS)

AL

Düşük hammadde maliyetleri marjları destekliyor...

- Nakit maliyeti tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyonlarımız hisse için beklentilerimizi yükseltmemizi mümkün kılıyor. Hedef fiyatımızı 4.10TL'den 4.90TL'ye çıkartırken konsensus üstü net kar beklentimizi %9 arttırarak 1.71 milyar TL'ye yükseltiyoruz.
- Diğer kurumların yukarı yönlü revizyonların muhtemelen 2Ç14 sonuçlarının ardından geleceğini düşünüyoruz.
- Güçlü serbest nakit akışı ve bilançonun katkılarıyla,Erdemir yüksek temettü dağıtmaya devam edecek gibi gözüküyor.

Hammade fiyatlarındaki aşağı yönlü trend destekleyici. Ortalama demir cevheri ve kömür fiyatları 1Ç14'de yıllık bazda sırasıyla %18 ve %26 arttı. Erdemir'in yüksek cüruf ve enerji maliyetlerine bağlı olan EAF'ler karşısında ton başına 70ABD\$'lık maliyet avantajı mevcut. Daha düşük hammadde fiyatlarının kademeli etkisini de göz önüne alarak, nakit maliyetini 2014 için 10 ABD\$/ton düşürerek 536 ABD\$/ton seviyesine indirdik. Öte yandan, ortalama fiyat/ton'u %1 azaltarak 682 ABD\$'a düşürdük ve 2014 FAVÖK tahminimizi %5 arttırarak 2.6 Milyar ABD\$'a yükselttik. Revize edilmiş 2014 tahminlerimize göre, Erdemir 8.4x F/K ve 6.7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla global benzerlerine göre sırasıyla %59 iskontolu ve %5 primli işlem görmektedir. Güçlü serbest nakit akımı ve düşük yatırım mecburiyeti ile yüksek temettü verimi sayesinde, FD/FAVÖK çarpanına göre Erdemir'in primli işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

2Ç14 sonuçları konsensus-üstü tahminlerimizi destekleyecek. Güçlü 1Ç14 sonuçlarının ardından, düşük hammadde fiyatlarının etkisinin daha da belirginleşmesiyle 2. Ve 3.çeyreklerde de sonuçların güçlü geleceğini düşünüyoruz. Nihai fiyatlarda ani düşüş olmadıkça ve TL ABD\$ karşısında belirgin şekilde değer kazanmadıkça, şirketin piyasa beklentisinin üzerinde bir sonuç elde edeceğine inanıyoruz. 2014 net kar tahminlerimiz, Bloomberg tahmininin %35 üzerinde 1.7 Milyar TL seviyesindedir.

Finansallar, mn TL	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	8,921	9,570	9,781	11,958	13,049
Büyüme	34%	7%	2%	22%	9%
FAVÖK	2,139	1,111	1,990	2,558	2,709
Net Kar	1,006	424	920	1,708	1,715
FAVÖK Marjı	24.0%	11.6%	20.3%	21.4%	20.8%
Net Marjı	11.3%	4.4%	9.4%	14.3%	13.1%
Temettü Verimliliği	2.1%	3.7%	5.7%	7.8%	7.8%
FD/FAVÖK	8.x	15.5x	8.6x	6.7x	6.3x
F/K	14.2x	33.7x	15.6x	8.4x	8.3x

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

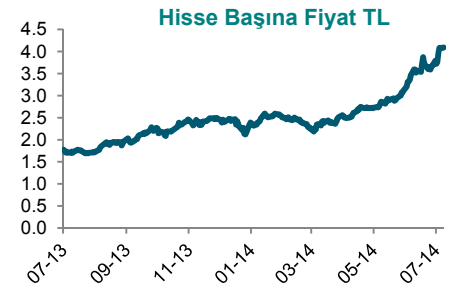
Cemal Demirtas
cdemirtas@atainvest.com
+90 (212) 310 6428

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	4.09
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	4.90
Beklenen Temettü Verimliliği	8%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	20%
Toplam Yükselme Potansiyeli	28%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	14,315
Piyasa Değeri, mn ABD\$	6,736
Girişim Değeri, TL mn	17,200
Halka Açıklık, %	32%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	68.0



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	18%	62%	140%
İMKB100'e göre	20%	51%	117%

Gelir Tablosu (mın TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	8,921	9,570	9,781	11,958	13,049
VAFÖK	2,139	1,111	1,990	2,558	2,709
Amortisman	361	423	445	432	425
Operasyonel Kar	1,778	689	1,545	2,125	2,284
Diğer Gelirler, Net	-53	-6	14	-5	-8
Ortaklardan Kar/Zar	0	0	0	0	0
Finansal Gelirler, net	-428	-37	-311	-83	-85
VÖK	1,297	645	1,248	2,037	2,192
Devam Eden Operasyonlardan Kar	1,039	455	960	1,782	1,790
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	34	31	40	74	74
Net Kar	1,006	424	920	1,708	1,715
Hisse Başı Net Kar	0.29	0.12	0.26	0.49	0.49

Erdemir

Sektör: Demir Çelik

Bloomberg Kodu: EREGL TI

Ata Yatırım Tavsiyesi: AL

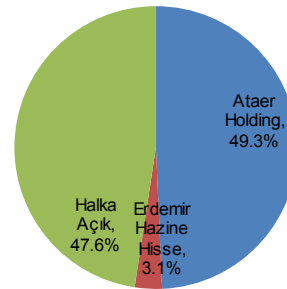
Bilanço (mın TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,112	1,830	768	1,413	1,739
Ticari Alacaklar	1,132	1,029	1,672	1,661	1,812
Stoklar	3,628	2,848	3,383	3,424	3,750
Maddi Duran Varlıklar	7,076	7,151	7,833	8,239	8,191
Şerefiye	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklar	442	283	378	394	410
Toplam Varlıklar	13,391	13,141	14,034	15,131	15,902
Finansal Borçlar	4,778	4,419	3,500	3,400	3,300
Ticari Borçlar	534	428	504	711	865
Diğer Borçlar	792	879	1,323	1,390	1,459
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	201	211	240	276	317
Özsermaye	7,087	7,205	8,467	9,355	9,960
Net Borç	3,666	2,588	2,732	1,987	1,561

Şirket Hakkında

Erdemir, Türkiye'nin en büyük yassı ve uzun çelik üretebilen entegre çelik üreticisidir. Şirketin 9.1m ton ham çeliğ kapasitesi bulunmaktadır. Şirket, madencilik aktiviteleriyle demir cevherinde %22 oranında kendine yetecek durumdur. Şirket, 2005 yılında özelleştirilmiş ve OYAK, bağlı ortaklığı Ataer Holding vasıtasıyla Erdemir'in %49.3'ünü 2.96 milyar ABD\$'ına satın almıştır. ArcelorMittal'in son hisse satışından sonra şirkette %12'lik bir payı bulunmaktadır.

Özet Nakit Akımları (mın TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Vergi ve Azınlık Payları Öncesi Kar	1,297	645	1,248	2,037	2,192
Amortisman	361	423	445	432	425
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-1,446	777	-1,101	177	-323
Vergiler	-258	-191	-288	-255	-402
Yatırım Harcamaları	-427	-432	-317	-813	-329
Temettü ödemeleri	-450	-300	-525	-820	-1,110
Sermaye Arttırımı	0	0	0	0	0
Borçlanmadaki Değişim	-1,073	-359	-919	-100	-100
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	226	154	395	-14	-26
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	-1,771	718	-1,062	645	325
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	1,112	1,830	768	1,413	1,739

Ortaklık Yapısı



Büyüme Oranları	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	34.5%	7.3%	2.2%	22.3%	9.1%
FAVÖK	44.6%	-48.1%	79.1%	28.5%	5.9%
Net Kar	31.3%	-57.8%	116.9%	85.6%	0.4%

Önemli Finansal Rasyolar	2011	2012	2013	2014T	2015T
Özsermaye Karlılığı	14.8%	5.9%	11.7%	19.2%	17.8%
VAFÖK Marjı	24.0%	11.6%	20.3%	21.4%	20.8%
Net Kar Marjı	11.3%	4.4%	9.4%	14.3%	13.1%
Net Borç/Özsermaye	0.52	0.36	0.32	0.21	0.16
Net Borç/FAVÖK	1.71	2.33	1.37	0.78	0.58
Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar	31.1%	45.8%	42.3%	40.6%	38.8%
Öz Sermaye/Toplam Varlıklar	54.4%	56.4%	62.0%	63.6%	64.6%
Kaldıraç	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
Faiz Karşılama Oranı	4.2	18.5	5.0	25.6	27.0
Cari Oran	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
Nakit Temettü Oranı	29.8%	123.8%	89.1%	65.0%	65.0%

Değerleme Göstergeleri	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Hacmi (000 tons)	6,648	7,448	7,682	8,139	8,383
Ortalama Fiyat/ton (ABD\$)	802	717	669	682	709
Nakit Maliyet/ton (ABD\$)	610	634	533	536	562
FAVÖK/ton (ABD\$)	192	83	136	146	147

Yatırım Tezi: Düşük hammadde maliyetleri marjları destekliyor.

Hedef fiyatımızı 4.10TL'den 4.90'a çıkarıyoruz. Bu fiyat %28 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.

FAVÖK marjı tahminlerimize yaptığımız yukarı yönlü revizyondan ötürü, 2014 net kar beklentimizi %9 arttırarak Bloomberg piyasa tahmini olan 1.29 Milyar TL'nin çok üzerinde olan 1.7 milyar TL'ye yükselttik. Buna göre, hedef fiyatımızı %20 arttırarak 4.90TL yaptık. 2014 kazancından %8'lik olası temettü verimini de dikkate alarak önümüzdeki 12 ay için %28'lik yukarı yönlü potansiyel görüyoruz.

Olası ArcelorMittal satışına rağmen, önümüzdeki 12 ayda Erdemir'in "Endeks Üstü Getiri" performansını sürdüreceğini düşünüyoruz. Revize edilmiş 2014 tahminlerimize göre, Erdemir 8.4x F/K ve 6.7x FD/FAVÖK ile global benzerlerine göre sırasıyla %59 iskontolu ve %5 primli işlem görüyor. Hammadde maliyetlerindeki düşüş trendi ve güçlü talep konsensus-üstü tahminimizi destekliyor. Ağustos'un ikinci haftası açıklanması muhtemel 2Ç14 sonuçlarının ardından diğer kurumların da yukarı yönlü revizyona gideceklerini düşünüyoruz.

Yeniden yapılanmanın bitmesiyle ve katma değerli ürün yatırımlarının da yolda olduğunu düşünürsek, geniş müşteri tabanıyla Erdemir'in Türkiye'nin yüksek büyüme potansiyelinden en çok faydalanacak şirket olacağını düşünüyoruz. Çelik sektörüne özel yüksek kapasite kullanım oranı ve şirket spesifik 146 ABD\$/lık yüksek FAVÖK/ton ile şirketin bu yıl da karlılığını sürdüreceğine inanıyoruz.

2014 ortalama fiyat tahminlerimizi %1 düşürürken, satış hacmi tahminimizi 8.16mn ton olarak koruyoruz. Hammadde fiyatlarında düşüş trendinin devam ettiğini de göz önüne alarak, 2014 nakit maliyetlerini ton başına %3 azaltarak 536 ABD\$/na revize ederken, 2014 FAVÖK/ton tahminimiz 146 ABD\$/tir. Bununla birlikte, yıl sonu FAVÖK tahminimizi %5 arttırarak 2.56 Milyar TL'ye yükseltiyoruz.

ArcelorMittal Erdemir'deki %12'lik hissesini satacak ama ne zaman?

Daha önce de belirttiğimiz üzere, ArcelorMittal satışı ne kadar önce gerçekleştirirse, yatırımcı çevrelerinin de o kadar çabuk Erdemir'in güçlü finansallarına odaklanacağını düşünüyoruz. Geçen yılın başından beri, ArcelorMittal'in hisse satışı etkisinin geçici olacağını ve yatırımcıların Erdemir'in güçlü finansallarına odaklanmaları gerektiğini ifade etmiştik. Erdemir'in operasyonel performansı ile 2014 yılında da parlamayı sürdüreceğini düşünüyoruz.

ArcelorMittal Erdemir'deki %6.7'lik hissesini 8 Ekim 2013'te sattı ve geriye kalan %12'lik kısım için de 180 gün boyunca satmama anlaşması yaptı.

ArcelorMittal, 24 Nisan 2012'de %6.2 ve 8 Ekim 2013'te %6.7'lik payını sattı. Her iki durumda da satış temettü ödemesi beklenmeden gerçekleştirildi. Erdemir 26 Mayıs'ta 0.2343TL/hisse temettü dağıttı. Önceki deneyimlerden farklı olarak, ArcelorMittal Erdemir'deki %12.08'lik payını (ya da en azından %6'lık kısmını) nakit temettü dağıtımdan önce satmadı. Bu sebeple, ArcelorMittal'in payını önümüzdeki 6-12 ay içinde satmasını makul görüyoruz.

Önümüzdeki yıllarda yüksek temettü ödemeye devam edecek

Şirket, 26 Mayıs 2014'te 0.234TL/hisse temettü dağıtmıştır. 2014 net kar ve nakit akım tahminlerimize göre, şirketin hisse başına 0.3171TL temettü dağıtmasını bekliyoruz. Bu rakam %7.8 temettü verimine işaret etmektedir.

Nakit akışındaki gelişimle birlikte, Erdemir'in önümüzdeki yıllarda da yüksek temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz. 2005 yılından beri, şirket \$3.8 milyar yatırım gerçekleştirmiştir. 2013 yılında gerçekleşen \$166mn yatırımın ardından şirketin 2014 yılında \$377mn 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 %11.8 iken Erdemir için 2014 VAFÖK marjı beklentimiz %21.4'tür.

Rekabetçi avantaj ayrıntılarda gizli

2013 ve 1Ç14 döneminde yakalanan 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 yassı 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.

1Ç14 sonuçlarının değerlendirildiği analist toplantısında, şirket yönetimi 2014 yılına ilişkin olarak (1) 8.1mn ton satış hacmi, (2) %16-18 FAVÖK marjı ve (3) 9-11% net kar marjı öngörüsünde bulundu. Şirket yönetimine göre, yerel seçim sonuçların ardından iç talepte toparlanma sinyalleri alınmaya başladı. Bu bağlamda, 2Ç14 sonuçlarının da ilk çeyreğe paralel olabileceğini düşünüyoruz. Şirket yönetimi 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 FAVÖK marjı tahminimizi %19.8'ten %21.4'e yükseltiyoruz.

Yılın ilk çeyreğinde, Erdemir, hem yerel üreticiler hem de ithalatçılara karşı pazar payı kazanırken, iç pazar yassı çelik satışlarını %11 artırdı. Şirketin satış hacmini artırmaktan daha çok karlılığı ön plana çıkararak iç pazara odaklandığını düşünüyoruz. Güneydeki İsdemir fabrikasındaki bakım çalışmalarından dolayı satış hacminin geçen yılın aynı dönemine göre %5 düşüşle 1.99mn ton'a gerilemesini öngörüyoruz. 3. Çeyrekten itibaren KKO'nın yükselmesi ve devam

eden iç taleple birlikte satış hacminde iyileşmenin devam etmesini öngörüyoruz. Şirketin, geçen yılki %3.2 büyümenin üzerine, 2014 yılında %6.0 büyüme sağlarken, yüksek karlılığını da korumaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Düşük hammadde maliyetleri karlılığı olumlu etkilemeye devam ediyor

Demir cevheri fiyatlarında 2013 yılında başlayan aşağı yönlü trend, 2Ç14'te de devam etmiştir. Ortalama demir cevheri fiyatları, yıllık bazda %19 ve çeyreklik bazda %15 daralarak \$104/ton'a düştü. Ayrıca, kömür fiyatları da yıllık bazda %30 ve çeyreklik bazda %8 azaldı. Demir cevheri ve kömür Brezilya, Avustralya, ABD ve Çin'den ortalama 50-80 gün süresinde teslim edilmektedir. Ayrıca, üretim siparişi teslimattan 60-90 gün önce verilmektedir. Bu nedenle, düşük hammadde fiyatlarının Erdemir'e etkisi 100-150 gün içerisinde görülmektedir. Düşük hammadde fiyatlarının şirketin finansallarına etkisi 2Ç ve 3Ç'te görmeye devam edeceğimizi düşünüyoruz. 4Ç14'te ürün fiyatlarında büyük bir düşüş görmediğimiz sürece, Erdemir'in TL2.6 milyar FAVÖK yaratacağını öngörüyoruz. (Bloomberg Konsensus: TL2.2 milyar)

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.

Düşük seyreden kömür fiyatlarının sayesinde, koklaştırılmış kömür maliyetlerinin hammadde maliyetleri içerisindeki payı 2013'deki %28 seviyesinden 1Ç14'te %27'ye gerilemiştir. Öte yandan, hammadde maliyetlerinin toplam SMM'nin içerisindeki payı %72 seviyesinde kalmıştır.

Fiyat-maliyet farkında 2Ç14'te bir iyileşme bekliyoruz

Erdemir'in VAFÖK/ton rakamının 1Ç14'teki \$143'ten \$149'a yükselmesini bekliyoruz. Hammadde fiyatlarındaki daralmayı göz önüne alarak nakit maliyet/ton tahminimizi \$15 ve ortalama ürün fiyatı tahminimizi \$6 düşürdük. Bu değişikliklerle birlikte, VAFÖK/ton rakamımızda \$10 seviyesinde bir iyileşmeye ulaştık.

Fiyat-maliyet farkıyla ilgili olarak, 2014'te fiyat-maliyet makasının açılmasını öngörüyoruz. Ürün fiyatlarında %2 ve hammadde fiyatlarında 1 artış olacağını tahmin etmekteyiz. Bu varsayımlarla birlikte, 2013'teki \$136 seviyesinde olan VAFÖK/ton'ın 10\$ üzerinde, 2014 yılı için \$146 VAFÖK/ton rakamına ulaşmaktayız.

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'de HRC fiyatlarının %2 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 %1 ve nihai ürün fiyatlarında ortalama %2 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 seyretmesi ve demir cevheri ve kömür fiyatlarının düşmesi neticesinde ileriki dönemlerde de değişmesini beklemiyoruz.

ArcelorMittal'in ne zaman hisse satabileceği belirsiz

ArcelorMittal Erdemir'deki %6.7 payını sattı ve 180 gün boyunca hisse satışı yapmama taahhüttü verdi. Bundan sonraki hisse satışı her an 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.

ABD\$/TL kurundaki algalanmalara karşı azalan oranda da olsa hassas.

Erdemir'in ticari alacaklarının ve ticari borçlarının büyük bir kısmının ABD\$'ı cinsinden olduğu için geçen yılın 2. yarısı itibariyle fonksiyonel para birimini TL'den ABD\$'ına çevirmiştir. Finansal tablo dipnotlarına göre, 1Ç14 dönem sonu itibariyle TL'nin ABD\$'ı karşısında %10 değer kazanmasının Vergi Öncesi Kar (VÖK) üzerindeki etkisi 240mn TL olarak hesaplanmıştır. Fakat, bu değişimin ertelenmiş vergi bazına etkisi de hesaba katıldığında, etki 125mn TL daha az olabilir. Mayıs 26'da 820mn TL nakit temettü ödendikten sonra net TL açık pozisyonu 1.7milyar TL'ye gerileyecektir. Erdemir'in ciddi bir kısa pozisyonu olmasa da genel olarak TL'nin ABD\$'ına karşı hızlı değer kazanması yılsonu kar beklentilerimize karşı risk teşkil etmektedir. Baz senaryomuzda, 2014 yılsonu ve ortalama ABD\$/TL kuru sırasıyla 2.1706 ve 2.1554'dir. Geçen yıl için yılsonu ve ortalama kurları ise sırasıyla 2.1343 ve 1.9038'di.

2014 ve 2015 Revizyonları

Tablo 1- Erdemir- Revizyonlar

TL mn	Önceki		Yeni		Önceki		Yeni	
	2014T	Revizyon	2014T		2015E	Revizyon	2015E	
Net Satışlar	12,297	-3%	11,958		13,236	-1.4%	13,049	
Büyüme %	25.7%	-13%	22.3%		7.60%	20%	9.1%	
VAFÖK	2,440	5%	2,558		2,512	7.8%	2,709	
VAFÖK marjı %	19.8%	159 bps	21.4%		19.0%	176 bps	20.8%	
Operasyonel Kar	2,007	6%	2,125		2,087	9.5%	2,284	
Operasyonel marj(%)	16.3%	147 bps	17.8%		15.80%	171 bps	17.5%	
Net kar	1,564	9%	1,708		1,534	11.8%	1,715	

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

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

TL mn	Ata Yatırım		Bloomberg Tahmini		Ata Yatırım		Bloomberg Tahmini	
	2014T	Fark	2014T		2015T	Fark	2015T	
Net Satışlar	11,958	-5%	11,360		13,049	-8%	11,940	
VAFÖK	2,558	-14%	2,210		2,709	-16%	2,280	
Net kar	1,708	-24%	1,290		1,715	-25%	1,280	
VAFÖK marjı %	21.4%	-194 bps	19.5%		20.8%	-167 bps	19.1%	

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg Tahminleri

Tablo 3- Erdemir - Revizyonların Detayı

	Önceki Tahmin		Ata Yatırım Tahmini				
TL mn	2014T	Revizyon	2014T	y/y Δ	2013	2012	y/y Δ
Net Satışlar	12,297	-3%	11,958	22%	9,781	9,570	2%
Satışların Maliyeti	-9,938	-5%	-9,482	20%	-7,922	-8,594	-8%
Brüt Kar	2,359	5%	2,476	33%	1,859	976	90%
Faaliyet Giderleri	-352	0%	-351	12%	-314	-287	9%
Faaliyet Karı	2,007	6%	2,125	38%	1,545	689	124%
Net Diğer Gelir/(Gider)	2	n.m.	-5	n.m.	14	-6	n.m.
Finansal Giderler	-121	-31%	-83	-73%	-311	-37	736%
Azınlık Payı	-69	n.m.	-74	n.m.	-40	-31	n.m.
Vergi Öncesi Kar	1,818	8%	1,963	63%	1,208	615	96%
Vergi Öncesi Kar	-255	0%	-255	-11%	-288	-191	51%
Net Kar	1,564	9%	1,708	86%	920	424	117%
					0	0	
Amortisman ve itfa payı	-388	0%	-388	-2%	-396	-344	15%
FAVÖK	2,440	5%	2,558	29%	1,990	1,111	79%
Brüt Marj	19.2%	151 bps	20.7%	170 bps	19.0%	10.2%	881 bps
Faal. Gid/ Net Satışlar	-2.9%	-3 bps	-2.9%	28 bps	-3.2%	-3.0%	-21 bps
FAVÖK Marjı	19.8%	159 bps	21.4%	105 bps	20.3%	11.6%	873 bps
Efektif Vergi Oranı	14.0%	100 bps	13.0%	-1,083 bps	23.8%	31.0%	-719 bps
Net Marj	12.7%	158 bps	14.3%	487 bps	9.4%	4.4%	497 bps

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

	Previous		Ata Yatırım Tahmini				
m n	2014T	Revizyon	2014T	y/y Δ	2013	2012	y/y Δ
Net Satışlar (m n \$)	5,611	-1%	5,548	8%	5,137	5,341	-4%
Satış Hacmi (ton)	8,159	0%	8,139	6%	7,682	7,448	3%
Ton başına ortalama fiyat	688	-1%	682	2%	669	717	-7%
VAFÖK (m n \$)	1,113	7%	1,187	14%	1,045	620	69%
Ton başına VAFÖK	136	7%	146	7%	136	83	63%
VAFÖK Marjı	19.8%	159 bps	21.4%	0 bps	17.5%	17.5%	0 bps
Nakit Maliyet/Ton	551	-3%	536	1%	533	634	-16%
\$/TL ortalama	2.1915	-2%	2.1554	13%	1.9038	1.7918	6%

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

Değerleme

Erdemir'in değerlemesinde hem DCF hem de çarpan karşılaştırması yöntemini kullanıyoruz. (50:50) Değerleme modelimize göre, 12 aylık hedef fiyatımız olan 4.90TL %28 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

2014 F/K ve ŞD/VAFÖK değerlememiz 5.17TL hedef fiyat sonucunu verirken DCF modelimiz 4.63TL hedef fiyat önermektedir. DCF modelimizde, %9.0 risksiz getiri oranı, 12.50% AOSM ve %4 terminal büyüme oranı kullanılmaktadır.

Benzer Grup Karşılaştırması

Tablo 4 -Erdemir- Küresel Çelik Üreticileri

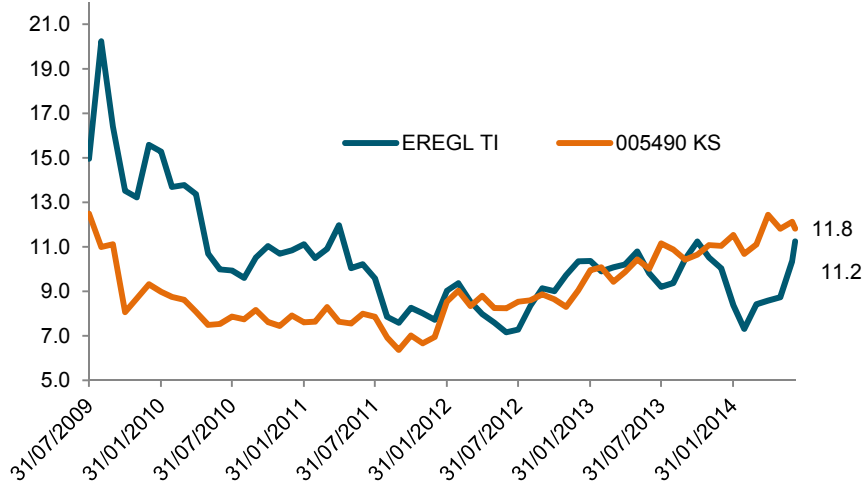
		ŞD/VAFÖK			F/K			ŞD	PD
		2013	2014T	2015T	2013	2014T	2015T	(mn US\$)	(mn US\$)
Bloomberg Kodu									
Avrupa		7.9	6.8	5.9	13.9	37.9	16.1		
Thyssen Krupp	TKA GR	8.9	7.3	5.9	-	51.2	19.1	22,566	17,354
Arcelor Mittal	MT LX	6.9	6.1	5.4	-	24.6	13.2	-	25,547
Voest Alpine	VOE AV	6.3	6.4	5.9	13.9	13.7	11.4	12,343	8,300
SSAB Ser A	SSABA SS	24.6	13.0	9.5	-	201.4	23.0	5,738	3,014
Salzgitter	SZG GR	-	-	-	-	-	-	2,982	2,563
Kuzey Amerika		10.4	8.4	5.7	35.3	29.1	14.7		
Nucor	NUE US	12.6	9.8	7.4	35.3	24.0	15.0	19,505	16,092
Ak Steel	AKS US	10.4	8.4	5.7	-	-	9.1	3,179	1,151
US Steel	X US	8.6	6.1	5.1	-	34.1	14.7	6,824	3,958
Brezilya		7.0	6.4	6.7	12.3	16.0	18.9		
CSN	CSNA3 BZ	7.0	6.4	6.7	12.3	16.0	18.9	14,453	6,677
Asya									
Posco	005490 KS	8.9	8.3	7.6	15.1	13.7	10.5	30,676	26,158
Steel Authority of India Limited	SAIL IN	9.9	10.5	8.6	12.9	14.8	14.3	18,549	8,718
Bluescope Steel	BSL AU	8.8	6.1	5.1	108.1	25.8	14.7	9,919	6,557
Rusya&G.Afrika									
MMK	MAGN RM	2.3	2.0	1.9	-	-	8.3	5,244	2,209
Novolipetsk	NLMK RM	-	-	-	-	-	-	10,899	8,573
Küresel Benzerler-Ortalama		8.7	6.4	5.9	14.5	20.4	13.8		
Erdemir		8.6	6.7	6.3	15.6	8.4	8.3	8,094	6,736
Benzerlere göre İskonto		-1%	5%	7%	7%	-59%	-39%		

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg Tahminleri

Karşılaştırma : Erdemir - Posco

Güney Koreli Posco, Erdemir'in 5 katı üretim hacmine olmakla birlikte, karlılık ve şirket yapısı olarak Erdemir'le benzerlik arz etmektedir. Aşağıdaki tablolarda görüleceği üzer, Erdemir, mevcut seviyelerde cazip görüne Posco'ya göre daha düşük çarpanla işlem görmektedir

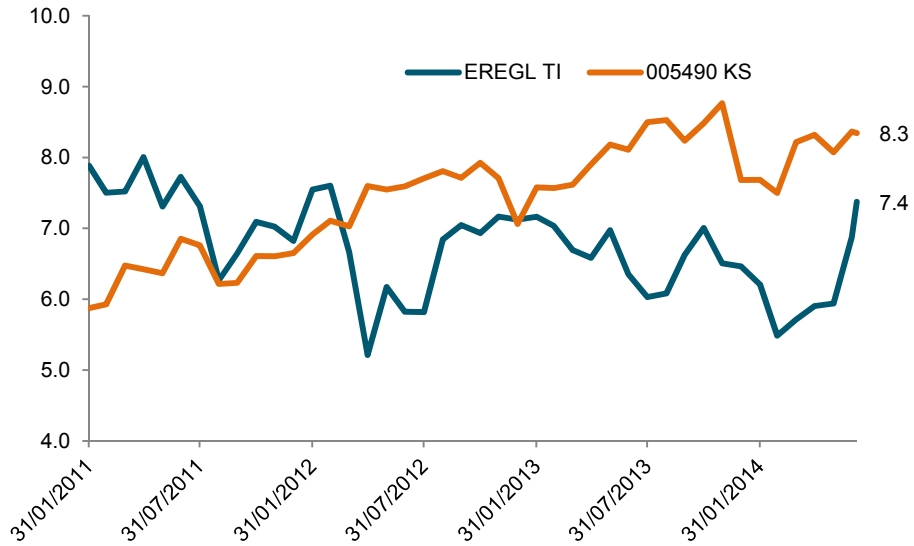
Tablo 5 -1 yıl ileri P/E Çarpanı *- Erdemir ve Posco



Kaynak: Bloomberg piyasa beklentileri

* EREGL: Bloomberg tahmini 11.2x , **Ata Yatırım Tahmini 8.4x**

Tablo 6- 1 yıl ileri ŞD/FAVÖK Çarpanı* -Erdemir ve Posco



Kaynak: Bloomberg piyasa tahmini

* EREGL: Bloomberg piyasa tahmini 7.4x, **Ata Yatırım Tahmini 6.7x**

Erdemir- Ciro Modeli

Tablo 7- Ciro Modeli

m n	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar (mn \$)	3,802	2,928	3,694	4,994	5,341	5,137	5,611	6,011	6,379
Satış Hacmi (ton)	5,897	6,986	6,516	6,648	7,448	7,682	8,159	8,404	8,656
Ton başına ortalama fiyat	645	419	567	751	717	669	688	715	737
VAFÖK (mn \$)	496	233	824	1,198	620	1,045	1,113	1,141	1,165
Ton başına VAFÖK	84	33	127	180	83	136	136	136	135
VAFÖK Marjı	13.1%	8.0%	22.3%	24.0%	11.6%	20.3%	19.8%	19.0%	18.3%
Nakit Maliyet/Ton	561	386	440	571	634	533	551	580	602
ABD\$/TL Ortalama	1.7886	1.7984	1.7954	1.7861	1.7918	1.9038	2.1915	2.2020	2.2527

Tablo 8- Özet Gelir Tablosu

TL m n	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	5,266	6,633	8,921	9,570	9,781	12,297	13,236	14,369
Satışların Maliyeti	-5,030	-5,313	-6,848	-8,594	-7,922	-9,938	-10,768	-11,751
Brüt Kar	236	1,320	2,072	976	1,859	2,359	2,467	2,618
Faaliyet Giderleri	-179	-190	-294	-287	-314	-352	-380	-411
Faaliyet Karı	57	1,130	1,778	689	1,545	2,007	2,087	2,207
Net Diğer Gelir/(Gider)	-6	-8	-53	-6	14	2	0	0
Finansal Giderler	-275	-147	-428	-37	-311	-121	-124	-111
Azınlık Payı	0	-30	-34	-31	-40	-69	-69	-69
Vergi Öncesi Kar	-224	944	1,263	615	1,208	1,818	1,894	2,026
Vergi	55	-178	-258	-191	-288	-255	-360	-405
Net Kar	-169	766	1,006	424	920	1,564	1,534	1,621
Amortisman ve itfa payı	-330	-299	-309	-344	-396	-388	-380	-372
FAVÖK	420	1,480	2,139	1,111	1,990	2,440	2,512	2,624
Brüt Marj	4.5%	19.9%	23.2%	10.2%	19.0%	19.2%	18.6%	18.2%
Faal. Gid/ Net Satışlar	-3.4%	-2.9%	-3.3%	-3.0%	-3.2%	-2.9%	-2.9%	-2.9%
FAVÖK Marjı	8.0%	22.3%	24.0%	11.6%	20.3%	19.8%	19.0%	18.3%
Net Marj	-3.2%	11.5%	11.3%	4.4%	9.4%	12.7%	11.6%	11.3%

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

* 1 Tem 2013 itibarıyla foksiyonel para birimi ABD\$ olarak değiştirildi

2Ç14 sonuçlarına ilişkin beklentiler:

2. çeyrek sonuçlarının ardından yukarı revizyonların gelme olasısını yüksek görüyoruz. Sonuçların Ağustos'un 2. Haftası itibariyle açıklanmasını öngörüyoruz.

Tablo 9 - Erdemir – 2Ç14 Öngörülerimiz

TL m n	Ata Yatırım Tahmini			Ata Yatırım Tahmini			Ata Yatırım Tahmini			y/y Δ
	2Ç14T	2Ç13T	y/y Δ	2Ç13T	ç/ç Δ	2014T	y/y Δ	2013	2012	
Net Satışlar	2,796	2,618	7%	2,935	-5%	11,958	22%	9,781	9,570	2%
Satışların Maliyeti	-2,205	-2,099	5%	-2,332	-5%	-9,482	20%	-7,922	-8,594	-8%
Brüt Kar	591	519	14%	603	-2%	2,476	33%	1,859	976	90%
Faaliyet Giderleri	-77	-82	-6%	-77	0%	-351	12%	-314	-287	9%
Faaliyet Karı	514	437	18%	526	-2%	2,125	38%	1,545	689	124%
Net Diğer Gelir/(Gider)	4	81	-95%	6	-30%	-5	n.m.	14	-6	n.m.
Finansal Giderler	-64	-110	-42%	-19	230%	-83	-73%	-311	-37	736%
Azınlık Payı	-19	-9	n.m.	-18	n.m.	-74	n.m.	-40	-31	n.m.
Vergi Öncesi Kar	435	399	9%	494	-12%	1,963	63%	1,208	615	96%
Vergi Öncesi Kar	-48	-83	-43%	-61	-22%	-255	-11%	-288	-191	51%
Net Kar	387	316	23%	432	-10%	1,708	86%	920	424	117%
								0	0	
Amortisman ve itfa payı	-102	-102	0%	-104	-2%	-388	-2%	-396	-344	15%
FAVÖK	629	552	14%	643	-2%	2,558	29%	1,990	1,111	79%
Brüt Marj	21.1%	19.8%	131 bps	20.5%	60 bps	20.7%	170 bps	19.0%	10.2%	881 bps
Fa. Gid/ Net Satışlar	-2.8%	-3.1%	37 bps	-2.6%	-13 bps	-2.9%	28 bps	-3.2%	-3.0%	-21 bps
FAVÖK Marjı	22.5%	21.1%	141 bps	21.9%	57 bps	21.4%	105 bps	20.3%	11.6%	873 bps
Efektif Vergi Oranı	11.0%	20.9%	-988 bps	12.4%	-141 bps	13.0%	-1,083 bps	23.8%	31.0%	-719 bps
Net Marj	13.9%	12.1%	178 bps	14.7%	-88 bps	14.3%	487 bps	9.4%	4.4%	497 bps

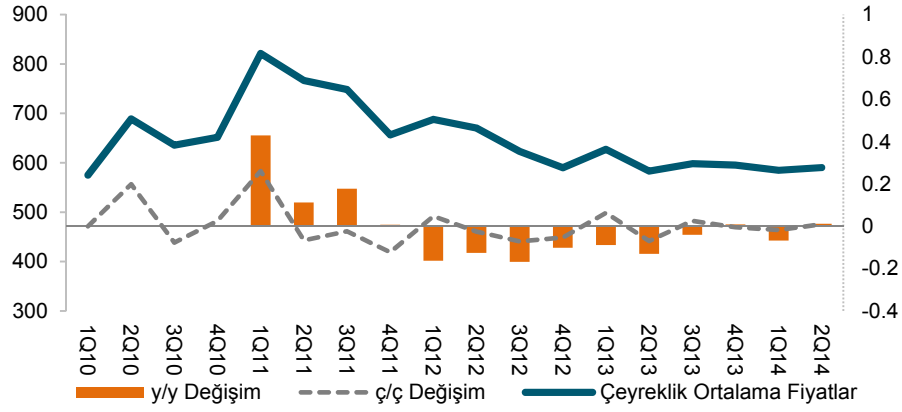
Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

m n	Gerçekleşen			Ata Yatırım Tahmini			Ata Yatırım Tahmini			y/y Δ
	2Ç14T	2Ç13T	y/y Δ	2Ç13T	ç/ç Δ	2014T	y/y Δ	2013	2012	
Net Satışlar (m n \$)	1,324	1,423	-7.0%	1,324	0.0%	5,548	8%	5,137	5,341	-4%
Satış Hacmi (ton)	1,997	2,107	-5%	2,023	-1%	8,139	6%	7,682	7,448	3%
Ton başına ortalama fiyat	663	675	-2%	655	1%	682	2%	669	717	-7%
VAFÖK (m n \$)	298	300	-1%	290	3%	1,187	14%	1,045	620	69%
Ton başına VAFÖK	149	142	5%	143	4%	146	7%	136	83	63%
VAFÖK Marjı	17.5%	17.5%	0 bps	17.5%	0 bps	21.4%	0 bps	17.5%	17.5%	0 bps
Nakit Maliyet/Ton	514	533	-4%	511	1%	536	1%	533	634	-16%
\$/TL ortalama	2.1117	1.8397	15%	2.2159	-5%	2.1554	13%	1.9038	1.7918	6%

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

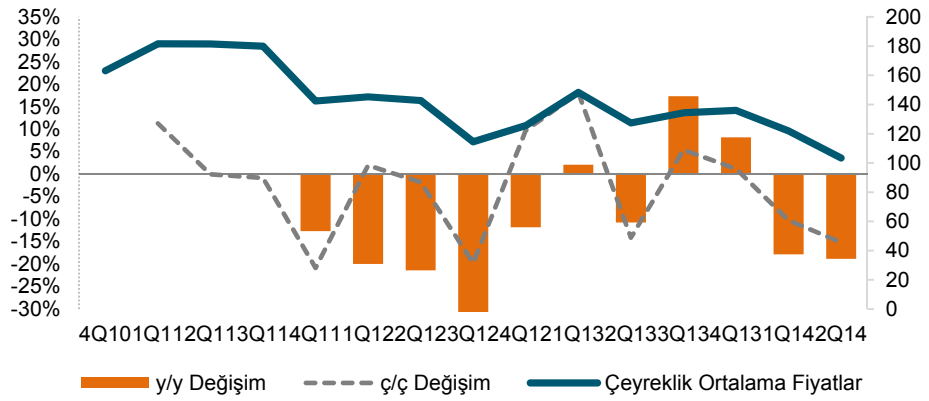
Çelik ve Hammadde Fiyatlarındaki Trendler

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



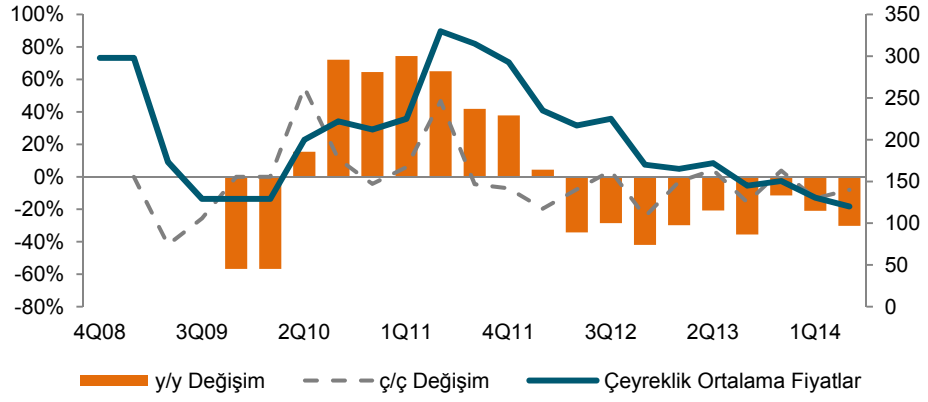
Kaynak: Bloomberg, SSPRHCEW Index

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



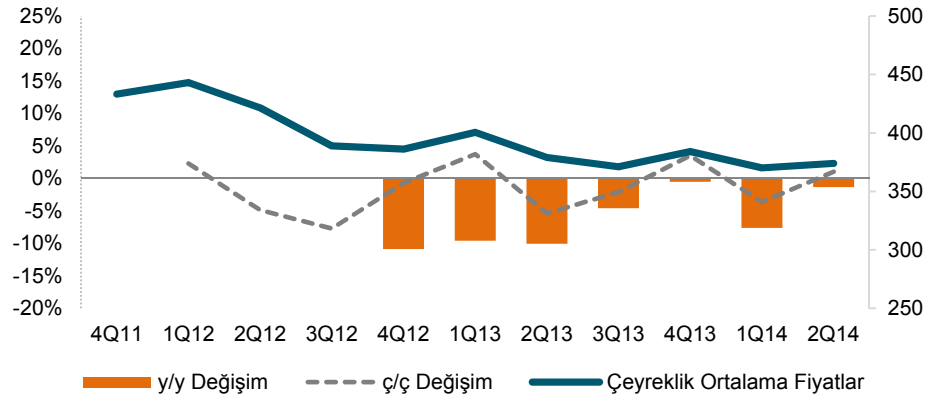
Kaynak: Bloomberg, IOECAU62 Index

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.