

# ERDEMİR (EREGL TI /EREGLI.IS)

**AL**

## Daha güçlü finansal sonuçlar ileride...

- 2Ç14 sonuçlarının ardından, tahminlerimizde ufak değişiklikler yaptık ve piyasa beklentilerinin üzerinde- net kar beklentimizi 1.73 Milyar TL olarak koruduk.
- Yüksek kapasite kullanım oranının yanında düşük hammadde fiyatları ve güçlü \$/TL sebebiyle yılın geri kalanında daha yüksek satış hacmi ve kar marjı bekliyoruz. Yassı çelik talebi güçlü seyrini koruyor.
- Cazip çarpanları ve parlak geleceği göz önüne alarak, hisse fiyatındaki zayıflığı alım fırsatı olarak görüyoruz.

**Güçlü talep ve hammadde fiyatlarındaki aşağı yönlü trend destekleyici...** Gerçekleşen satış hacmi ve marjların tahminlerimizden sapması nedeniyle Erdemir'in 2Ç14 sonuçları beklentimizin altında gerçekleşti. Etkisi gecikmeli hissedilen düşük hammadde fiyatları, güçlü \$/TL ve yüksek kapasite kullanım oranının da katkısıyla, Erdemir'in operasyonel performansının 3Ç14 ve 4Ç14'de daha güçlü olacağını düşünüyoruz. Mevcut fiyatlar 1Y14 ortalama fiyatlarından bile düşük seyretmektedir. Yüksek hurda ve enerji maliyetleri olan EAO'lar karşısında Erdemir'in 75\$/ton maliyet avantajı mevcut. Nihai ürün fiyatlarının durağan kalacağı varsayımıyla, mevcut demir cevheri ve kömür fiyatlarının piyasa beklentileri üzeri net kar tahminlerimize bile yukarı yönlü potansiyel ifade etmektedir.

**Mevcut değerlendirme cazip görünüyor, yukarı yönlü revizyonlar ekstra tatlandırıcı olacak...**Revize edilmiş 2014 tahminlerimize göre, Erdemir 8.2x F/K ve 6.7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla global benzerlerine göre sırasıyla %63 iskontolu ve %2 primli işlem görmektedir. Erdemir yönetimi 2014 yıl sonu FAVÖK marj tahminini "%16-18"den "%18-20" seviyesine, net marj beklentisini de "%9-11" seviyesinde "%11-13" seviyesine yükseltirken, 8.1mn seviyesindeki satış hacmi beklentisini korudu. Şirket tahmininin ve piyasa beklentilerinin 3Ç14 sonuçlarının ardından yukarı yönlü revize edilebileceğine inanıyoruz.

| Finansallar, mn TL  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014T  | 2015T  |
|---------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Net Satışlar        | 8,921 | 9,570 | 9,781 | 11,884 | 12,855 |
| Büyüme              | 34%   | 7%    | 2%    | 22%    | 8%     |
| FAVÖK               | 2,139 | 1,111 | 1,990 | 2,511  | 2,646  |
| Net Kar             | 1,006 | 424   | 920   | 1,732  | 1,689  |
| FAVÖK Marjı         | 24.0% | 11.6% | 20.3% | 21.1%  | 20.6%  |
| Net Marjı           | 11.3% | 4.4%  | 9.4%  | 14.6%  | 13.1%  |
| Temettü Verimliliği | 2.1%  | 3.7%  | 5.8%  | 7.9%   | 7.7%   |
| FD/FAVÖK            | 7.8x  | 15.1x | 8.4x  | 6.7x   | 6.3x   |
| F/K                 | 14.1x | 33.5x | 15.4x | 8.2x   | 8.4x   |

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

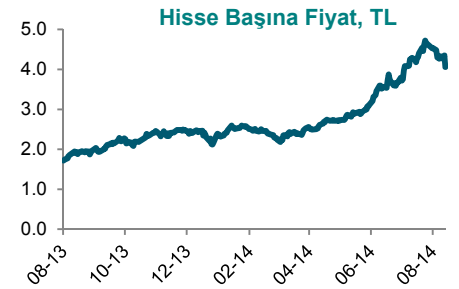
**Cemal Demirtas**  
[cdemirtas@atainvest.com](mailto:cdemirtas@atainvest.com)  
+90 (212) 310 6428

### Değerleme

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| Hisse Fiyatı, TL                   | 4.06       |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL    | 4.90       |
| Beklenen Temettü Verimliliği       | 8%         |
| Beklenen Hisse Fiyatı Artışı       | 21%        |
| <b>Toplam Yükselme Potansiyeli</b> | <b>29%</b> |

### Hisse Veri

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Piyasa Değeri, mn TL     | 14,210 |
| Piyasa Değeri, mn ABD\$  | 6,582  |
| Girişim Değeri, TL mn    | 16,779 |
| Halka Açıklık, %         | 32%    |
| Günlük Ort. Hacim, mn TL | 82.3   |



| Hisse Perf.    | 1 Ay | 3 Ay | 1 Yıl |
|----------------|------|------|-------|
| Mutlak Getiri  | -5%  | 41%  | 113%  |
| İMKB100'e göre | -3%  | 38%  | 107%  |

| Gelir Tablosu (mın TL)         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014T         | 2015T         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Net Satışlar</b>            | <b>8,921</b> | <b>9,570</b> | <b>9,781</b> | <b>11,884</b> | <b>12,855</b> |
| <b>VAFÖK</b>                   | <b>2,139</b> | <b>1,111</b> | <b>1,990</b> | <b>2,511</b>  | <b>2,646</b>  |
| Amortisman                     | 361          | 423          | 445          | 432           | 425           |
| Operasyonel Kar                | 1,778        | 689          | 1,545        | 2,078         | 2,221         |
| Diğer Gelirler, Net            | -53          | -6           | 14           | 13            | 12            |
| Ortaklardan Kar/Zar            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             |
| Finansal Gelirler, net         | -428         | -37          | -311         | -90           | -92           |
| VÖK                            | 1,297        | 645          | 1,248        | 2,001         | 2,141         |
| Devam Eden Operasyonlardan Kar | 1,039        | 455          | 960          | 1,787         | 1,745         |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar    | 34           | 31           | 40           | 55            | 55            |
| <b>Net Kar</b>                 | <b>1,006</b> | <b>424</b>   | <b>920</b>   | <b>1,732</b>  | <b>1,689</b>  |
| Hisse Başı Net Kar             | 0.29         | 0.12         | 0.26         | 0.49          | 0.48          |

## 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           | 1,456         | 1,784         |
| Ticari Alacaklar            | 1,132         | 1,029         | 1,672         | 1,651         | 1,785         |
| Stoklar                     | 3,628         | 2,848         | 3,383         | 3,414         | 3,704         |
| 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           |
| <b>Toplam Varlıklar</b>     | <b>13,391</b> | <b>13,141</b> | <b>14,034</b> | <b>15,153</b> | <b>15,873</b> |
| Finansal Borçlar            | 4,778         | 4,419         | 3,500         | 3,400         | 3,300         |
| Ticari Borçlar              | 534           | 428           | 504           | 709           | 855           |
| Diğer Borçlar               | 792           | 879           | 1,323         | 1,390         | 1,459         |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar | 201           | 211           | 240           | 276           | 317           |
| <b>Özsermaye</b>            | <b>7,087</b>  | <b>7,205</b>  | <b>8,467</b>  | <b>9,379</b>  | <b>9,942</b>  |
| <b>Net Borç</b>             | <b>3,666</b>  | <b>2,588</b>  | <b>2,732</b>  | <b>1,944</b>  | <b>1,517</b>  |

## Şirket Hakkında

Erdemir, Türkiye'nin en büyük yassı ve uzun çelik üretebilen entegre çelik üreticisidir. Şirketin 9.1mın ton ham çelik 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.

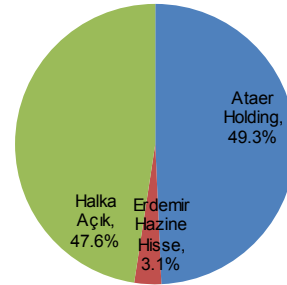
| Özet Nakit Akımları (mın TL)        | 2011   | 2012  | 2013   | 2014T | 2015T  |
|-------------------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|
| Vergi ve Azınlık Payları Öncesi Kar | 1,297  | 645   | 1,248  | 2,001 | 2,141  |
| Amortisman                          | 361    | 423   | 445    | 432   | 425    |
| Çalışma Sermayesindeki Değişim      | -1,446 | 777   | -1,101 | 195   | -279   |
| Vergiler                            | -258   | -191  | -288   | -214  | -396   |
| Yatırım Harcamaları                 | -427   | -432  | -317   | -813  | -329   |
| Temettü ödemeleri                   | -450   | -300  | -525   | -820  | -1,126 |
| Sermaye Arttırımı                   | 0      | 0     | 0      | 0     | 0      |
| Borçlanmadaki Değişim               | -1,073 | -359  | -919   | -100  | -100   |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış             | 226    | 154   | 395    | 5     | -7     |
| Yıl Boyunca Yaratılan Nakit         | -1,771 | 718   | -1,062 | 687   | 328    |
| Yıl Sonunda Nakit Mevcudu           | 1,112  | 1,830 | 768    | 1,456 | 1,784  |

## Ortaklık Yapısı

| Büyüme Oranları | 2011  | 2012   | 2013   | 2014T | 2015T |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Satış Gelirleri | 34.5% | 7.3%   | 2.2%   | 21.5% | 8.2%  |
| FAVÖK           | 44.6% | -48.1% | 79.1%  | 26.2% | 5.4%  |
| Net Kar         | 31.3% | -57.8% | 116.9% | 88.2% | -2.5% |

| Önemli Finansal Rasyolar           | 2011  | 2012   | 2013  | 2014T | 2015T |
|------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı                | 14.8% | 5.9%   | 11.7% | 19.4% | 17.5% |
| VAFÖK Marjı                        | 24.0% | 11.6%  | 20.3% | 21.1% | 20.6% |
| Net Kar Marjı                      | 11.3% | 4.4%   | 9.4%  | 14.6% | 13.1% |
| Net Borç/Özsermaye                 | 0.52  | 0.36   | 0.32  | 0.21  | 0.15  |
| Net Borç/FAVÖK                     | 1.71  | 2.33   | 1.37  | 0.77  | 0.57  |
| 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% | 63.7% | 64.6% |
| Kaldıraç                           | 0.8   | 0.8    | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| Faiz Karşılama Oranı               | 4.2   | 18.5   | 5.0   | 23.1  | 24.2  |
| 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 | 8,170 | 8,334 |
| Ortalama Fiyat/ton (ABD\$) | 802   | 717   | 669   | 675   | 703   |
| Nakit Maliyet/ton (ABD\$)  | 610   | 634   | 533   | 532   | 558   |
| FAVÖK/ton ( ABD\$)         | 192   | 83    | 136   | 143   | 145   |



## Yatırım Tezi: Güçlü çeyrekler ileride.

**Hedef fiyatımızı 4.90 olarak sürdürmekteyiz. Bu fiyat %289 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.**

FAVÖK marj tahminimize yaptığımız aşağı yönlü revizyonu dengeleyen efektif vergi tahminimizdeki küçük revizyondan kaynaklı, 2014 net kar beklentimizi %9 arttırarak Bloomberg piyasa tahmini olan 1.34 Milyar TL'nin çok üzerinde olan 1.73 milyar TL'ye yükselttik. Ayrıca, hedef fiyatımızı 4.90TL olarak koruyoruz. 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 8.2x F/K ve 6.7x FD/FAVÖK ile global benzerlerine göre sırasıyla %63 iskontolu ve %2 primli işlem görüyor. Hammadde maliyetlerindeki düşüş trendi ve güçlü talep konsensus-üstü tahminimizi destekliyor. (1) Nisan ayında Isdemir fabrikasındaki bakım sebebiyle düşen kapasite kullanım oranı ve (2) \$/TL'nin %5 ç/ç değer kaybı düşük demir cevheri ve kömür fiyatlarının pozitif etkisini gölgeledi.

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 8.17mn ton olarak koruyoruz. Beklenenden düşük gerçekleşen marjları de göz önüne alarak, 2014 nakit maliyetlerini ton başına %1 azaltarak 532 ABD\$'na revize ederken, 2014 FAVÖK/ton tahminimiz 143 ABD\$'tır. Bununla birlikte, yıl sonu FAVÖK tahminimizi %2 azaltarak 2.51 Milyar TL'ye indiriyoruz.

### 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. Bu anlaşmanın süresi 8 Nisan 2014'te sona erdi.

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. Satışın zamanlaması hala belirsiz fakat ArcelorMittal'in payını önümüzdeki 6-12 ay içinde satmasını makul görüyoruz.

**Önümüzdeki yıllarda yüksek temettü ödemeye devam edecek**

Şirket, 26 Mayıs 2014'te 0.2343TL/hisse temettü dağıtmıştır. 2014 net kar ve nakit akım tahminlerimize göre, şirketin hisse başına 0.3171TL temettü dağıtmasını bekliyoruz. Bu rakam %7.9 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 FAVÖK marjı %11.8 iken Erdemir için 2014 VAFÖK marjı beklentimiz %21.1'dir.

**Rekabetçi avantaj ayrıntılarda gizli**

2013 ve 1Y14 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.

**2Ç14 sonuçlarından sonraki tahminlere göre, şirket yönetimi 2014 yılına ilişkin olarak 8.1mn ton satış hacmi korudu fakat (1) FAVÖK Marjı tahminini "%16-18" den "%18-20" ye yükseltti, (2) "%9-11" net kar marjı öngörüsünü de "%11-13" seviyesine revize etti. Şirket yönetimine göre, iç talep güçlü seyrini koruyor ve son ürün fiyatları durağan kalmaya devam ediyor. Bu sebeple, 3Ç14 beklentilerinin de pozitif olduğunu hissediyoruz. Şirket yönetimi düşük kömür fiyatlarının , entegre çelik tesislerinin hurda ve enerjiye dayalı ark ocaklarına karşı rekabet gücünü desteklemeye devam ettiğinin altını çizdi.**

**2014 FAVÖK marjı tahminimizi %21.4'ten %21.1'e indiriyoruz.**

Güneydeki İsdemir fabrikasındaki bakım çalışmalarından dolayı satış hacmi geçen yılın aynı dönemine göre %6 düşüşle 1.97mn ton'a geriledi. Yassı çelik tüketimi çeyreklik bazda %3 azalarak 1Y14'te 6.8mn tona geriledi. Bakım duruşunun sebep olduğu zayıf satış hacmine rağmen, Erdemir yurt içi yassı çelik satışlarında 1Y14'te %6 büyümeye yakaladı ve büyük ihtimalle ithalatçılar ve yerel oyunculara karşı pazar payı kazandı.

**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. 2Ç14'de düşük kapasite kullanım oranı ve zayıf \$/TL, düşük hammadde fiyatlarının pozitif etkisini gölgeledi. Daha güçlü \$/TL ve yüksek kapasite kullanım oranının desteğiyle, düşük demir cevheri fiyatlarının şirketin finansallarına olan pozitif etkisinin 3Ç14'de daha belirgin hale geleceğine inanıyoruz. 4Ç14'te ürün fiyatlarında büyük bir düşüş görmediğimiz sürece, Erdemir'in TL2.56 milyar FAVÖK yaratacağını öngörüyoruz. (Bloomberg Konsensus: TL2.27 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, 1Y14'de ise %26'ya düşmüştür. Öte yandan, hammadde maliyetlerinin toplam SMM'nin içerisindeki payı 1Ç14'de %72 iken, 1Y14'te %71 seviyesine inmiştir.

**Fiyat-maliyet farkında 2Y14'te iyileşmenin sürmesini bekliyoruz**

2Ç14'de beklentilerin bir miktar üzerinde gerçekleşen ton başına nakit maliyetini de göz önüne alarak, 2014 yıl sonu nakit maliyeti/ton beklentimizi \$4 yükseltiyoruz. Ortalama satış fiyatı tahminimizi de \$7 aşağı çekerken, FAVÖK beklentimizi de ton başına \$3 düşürüyoruz. 2Y14'de yüksek kapasite kullanım oranı ve düşük hammadde fiyatlarının da desteğiyle, Erdemir'in 2013 yılında \$136 olan FAVÖK/ton rakamının 2014 yılında \$143'e yükselmesini bekliyoruz.

## 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 %1 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 yükseliş beklemiyoruz fakat nihai ürün fiyatlarında ortalama %1 yükseliş bekliyoruz. Bu nedenle, 2014 yılı için FAVÖK/ton'da \$7'lik bir artış 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. Erdemir'in 9mn ton olan kapasitesine karşılık, 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 kalan %12 için 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.

### Net kar ABD\$/TL kurundaki dalgalanmalara karşı hala 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, 1Y14 dönem sonu itibariyle TL'nin ABD\$'ı karşısında %10 değer kazanmasının Vergi Öncesi Kar (VÖK) üzerindeki etkisi 171mn TL olarak hesaplanmıştır. Fakat, bu değişimin ertelenmiş vergi bazına etkisi de hesaba katıldığında, etki 119mn TL daha az olabilir. 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         |  |
| <b>Net Satışlar</b>    | <b>11,958</b> | <b>-1%</b> | <b>11,884</b> |  | <b>13,049</b> | <b>-1.5%</b> | <b>12,855</b> |  |
| Büyüme %               | 21.5%         | 0%         | 21.5%         |  | 9.10%         | -10%         | 8.2%          |  |
| <b>VAFÖK</b>           | <b>2,558</b>  | <b>-2%</b> | <b>2,511</b>  |  | <b>2,709</b>  | <b>-2.3%</b> | <b>2,646</b>  |  |
| VAFÖK marjı %          | 21.4%         | -27 bps    | 21.1%         |  | 20.8%         | -18 bps      | 20.6%         |  |
| <b>Operasyonel Kar</b> | <b>2,125</b>  | <b>-2%</b> | <b>2,078</b>  |  | <b>2,284</b>  | <b>-2.8%</b> | <b>2,221</b>  |  |
| Operasyonel marj(%)    | 17.8%         | -28 bps    | 17.5%         |  | 17.5%         | -23 bps      | 17.3%         |  |
| <b>Net kar</b>         | <b>1,708</b>  | <b>1%</b>  | <b>1,732</b>  |  | <b>1,740</b>  | <b>-2.9%</b> | <b>1,689</b>  |  |

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             |  |
| <b>Net Satışlar</b>  | <b>11,884</b> | <b>-5%</b>      | <b>11,345</b>     |  | <b>12,855</b> | <b>-7%</b>     | <b>11,910</b>     |  |
| <b>VAFÖK</b>         | <b>2,511</b>  | <b>-10%</b>     | <b>2,271</b>      |  | <b>2,646</b>  | <b>-11%</b>    | <b>2,343</b>      |  |
| <b>Net kar</b>       | <b>1,732</b>  | <b>-23%</b>     | <b>1,339</b>      |  | <b>1,689</b>  | <b>-22%</b>    | <b>1,321</b>      |  |
| <b>VAFÖK marjı %</b> | <b>21.1%</b>  | <b>-111 bps</b> | <b>20.0%</b>      |  | <b>20.6%</b>  | <b>-91 bps</b> | <b>19.7%</b>      |  |

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg Tahminleri



Tablo 3- Erdemir - Revizyonların Detayı

|                         | Önceki Tahmin |            | Ata Yatırım Tahmini |            |              |              |             |
|-------------------------|---------------|------------|---------------------|------------|--------------|--------------|-------------|
| TL m n                  | 2014T         | Revizyon   | 2014T               | y/y Δ      | 2013         | 2012         | y/y Δ       |
| <b>Net Satışlar</b>     | <b>11,958</b> | <b>-1%</b> | <b>11,884</b>       | <b>22%</b> | <b>9,781</b> | <b>9,570</b> | <b>2%</b>   |
| Satışların Maliyeti     | -9,482        | 0%         | -9,454              | 19%        | -7,922       | -8,594       | -8%         |
| <b>Brüt Kar</b>         | <b>2,476</b>  | <b>-2%</b> | <b>2,430</b>        | <b>31%</b> | <b>1,859</b> | <b>976</b>   | <b>90%</b>  |
| Faaliyet Giderleri      | -351          | 0%         | -352                | 12%        | -314         | -287         | 9%          |
| <b>Faaliyet Karı</b>    | <b>2,125</b>  | <b>-2%</b> | <b>2,078</b>        | <b>34%</b> | <b>1,545</b> | <b>689</b>   | <b>124%</b> |
| Net Diğer Gelir/(Gider) | -5            | n.m.       | 13                  | -7%        | 14           | -6           | n.m.        |
| Finansal Giderler       | -83           | 9%         | -90                 | -71%       | -311         | -37          | 736%        |
| Azınlık Payı            | -74           | n.m.       | -55                 | n.m.       | -40          | -31          | n.m.        |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b> | <b>1,963</b>  | <b>-1%</b> | <b>1,946</b>        | <b>61%</b> | <b>1,208</b> | <b>615</b>   | <b>96%</b>  |
| Vergi Öncesi Kar        | -255          | -16%       | -214                | -26%       | -288         | -191         | 51%         |
| <b>Net Kar</b>          | <b>1,708</b>  | <b>1%</b>  | <b>1,732</b>        | <b>88%</b> | <b>920</b>   | <b>424</b>   | <b>117%</b> |
| Amortisman ve itfa payı | -388          | 0%         | -388                | -2%        | -396         | -344         | 15%         |
| <b>FAVÖK</b>            | <b>2,558</b>  | <b>-2%</b> | <b>2,511</b>        | <b>26%</b> | <b>1,990</b> | <b>1,111</b> | <b>79%</b>  |
| Brüt Marj               | 20.7%         | -26 bps    | 20.4%               | 144 bps    | 19.0%        | 10.2%        | 881 bps     |
| Faal. Gid/ Net Satışlar | -2.9%         | -3 bps     | -3.0%               | 25 bps     | -3.2%        | -3.0%        | -21 bps     |
| FAVÖK Marjı             | 21.4%         | -26 bps    | 21.1%               | 78 bps     | 20.3%        | 11.6%        | 873 bps     |
| Efektif Vergi Oranı     | 13.0%         | -200 bps   | 11.0%               | -1,283 bps | 23.8%        | 31.0%        | -719 bps    |
| Net Marj                | 14.3%         | 29 bps     | 14.6%               | 517 bps    | 9.4%         | 4.4%         | 497 bps     |

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

|                              | Önceki Tahmin |            | Ata Yatırım Tahmini |              |              |              |             |
|------------------------------|---------------|------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| m n                          | 2014T         | Revizyon   | 2014T               | y/y Δ        | 2013         | 2012         | y/y Δ       |
| <b>Net Satışlar (m n \$)</b> | <b>5,611</b>  | <b>-1%</b> | <b>5,548</b>        | <b>8%</b>    | <b>5,137</b> | <b>5,341</b> | <b>-4%</b>  |
| Satış Hacmi (ton)            | 8,159         | 0%         | 8,139               | 6.0%         | 7,682        | 7,448        | 3%          |
| Ton başına ortalama fiyat    | 688           | -1%        | 682                 | 1.9%         | 669          | 717          | -7%         |
| <b>VAFÖK (m n \$)</b>        | <b>1,113</b>  | <b>7%</b>  | <b>1,187</b>        | <b>13.5%</b> | <b>1,045</b> | <b>620</b>   | <b>69%</b>  |
| Ton başına VAFÖK             | 136           | 7%         | 146                 | 7%           | 136          | 83           | 63%         |
| VAFÖK Marjı                  | 19.8%         | 159 bps    | 21.4%               | 0 bps        | 20.3%        | 11.6%        | 873 bps     |
| <b>Nakit Maliyet/Ton</b>     | <b>551</b>    | <b>-3%</b> | <b>536</b>          | <b>1%</b>    | <b>533</b>   | <b>634</b>   | <b>-16%</b> |
| \$/TL ortalama               | 2.1915        | -2%        | 2.1554              | 13%          | 1.9038       | 1.7918       | 6%          |

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri



## Değerleme

Erdemir'in değerlemesinde hem İNA hem de çarpan karşılaştırması yöntemini kullanıyoruz. (50:50) Değerleme modelimize göre, 12 aylık hedef fiyatımız olan 4.90TL %29 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

2014 F/K ve ŞD/VAFÖK değerlememiz 5.21TL hedef fiyat sonucunu verirken İNA modelimiz 4.73TL hedef fiyat önermektedir. Erdemir 2014T ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına ile global benzerlerine göre sırasıyla %63 iskontolu ve %2 primli işlem görmektedir. Düşük net borç pozisyonunun ve düşük yatırım gereksinimini göz önüne alarak, şirketin yüksek karlılığı ve nakit yaratma kabiliyetinin ŞD/FAVÖK çarpanı bazında daha yüksek bir primi makul kıldığını düşünüyoruz.

DCF modelimizde, %9.0 risksiz getiri oranı, 12.50% AOSM ve %4 terminal büyüme oranı kullanmaktayız.

## Benzer Grup Karşılaştırması

Tablo 4 -Erdemir- Küresel Çelik Üreticileri

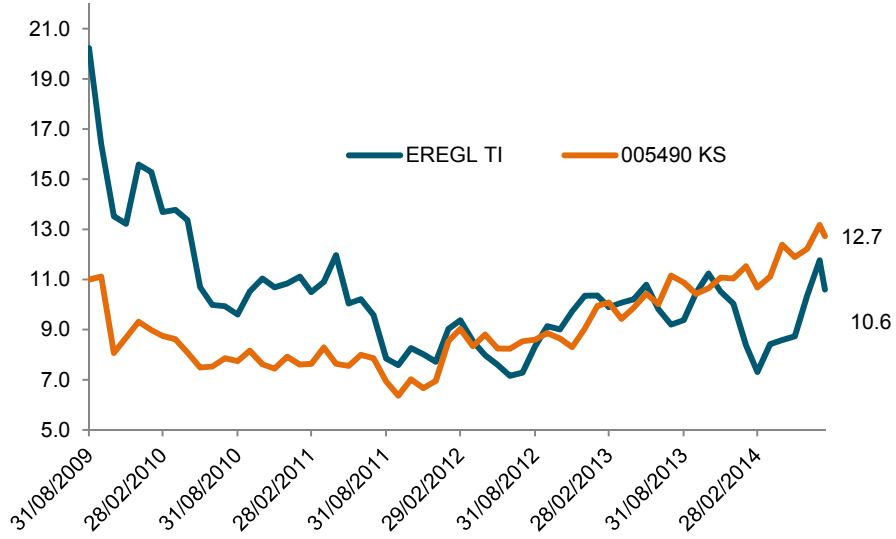
| Bloomberg Kodu                   | ŞD/VAFÖK    |            |            | F/K         |             |             | ŞD          | PD         |       |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------|
|                                  | 2013        | 2014T      | 2015T      | 2013        | 2014T       | 2015T       | (mn US\$)   | (mn US\$)  |       |
| <b>Avrupa</b>                    | <b>7.4</b>  | <b>6.4</b> | <b>5.6</b> | <b>12.7</b> | <b>34.2</b> | <b>14.9</b> | <b>7.4</b>  | <b>6.4</b> |       |
| Thyssen Krupp                    | 8.4         | 6.8        | 5.6        | -           | 46.1        | 17.3        | 21,029      | 8.4        | 6.8   |
| Arcelor Mittal                   | 6.4         | 6.0        | 5.1        | -           | 22.2        | 12.5        | -           | 6.4        | 6.0   |
| Voest Alpine                     | 6.0         | 6.0        | 5.6        | 12.7        | 12.4        | 10.3        | 11,224      | 6.0        | 6.0   |
| SSAB Ser A                       | 32.6        | 15.1       | 10.8       | -           | 72.6        | 20.1        | 7,394       | 32.6       | 15.1  |
| Salzgitter                       | -           | -          | -          | -           | -           | -           | 2,285       | -          | -     |
| <b>Kuzey Amerika</b>             | <b>12.0</b> | <b>9.2</b> | <b>5.8</b> | <b>37.0</b> | <b>25.4</b> | <b>14.7</b> | <b>12.0</b> | <b>9.2</b> |       |
| Nucor                            | 13.2        | 10.4       | 7.8        | 37.0        | 25.4        | 15.8        | 20,129      | 13.2       | 10.4  |
| Ak Steel                         | 12.0        | 9.2        | 5.8        | -           | 110.9       | 8.4         | 3,644       | 12.0       | 9.2   |
| US Steel                         | 9.4         | 5.7        | 5.0        | -           | 19.6        | 14.7        | 7,410       | 9.4        | 5.7   |
| <b>Brezilya</b>                  | <b>7.2</b>  | <b>6.6</b> | <b>7.1</b> | <b>12.7</b> | <b>22.7</b> | <b>21.7</b> | <b>7.2</b>  | <b>6.6</b> |       |
| CSN                              | 7.2         | 6.6        | 7.1        | 12.7        | 22.7        | 21.7        | 15,017      | 7.2        | 6.6   |
| <b>Asya</b>                      |             |            |            |             |             |             |             |            |       |
| Posco                            | 9.3         | 8.4        | 7.7        | 16.4        | 15.4        | 11.5        | 32,399      | 9.3        | 8.4   |
| Steel Authority of India Limited | 9.4         | 9.9        | 8.3        | 11.9        | 13.7        | 13.1        | 20,565      | 9.4        | 9.9   |
| Bluescope Steel                  | 9.1         | 6.5        | 5.3        | 113.0       | 27.4        | 15.6        | 8,901       | 9.1        | 6.5   |
| <b>Rusya&amp;G.Afrika</b>        |             |            |            |             |             |             |             |            |       |
| MMK                              | 5.0         | 4.3        | 4.1        | -           | 62.9        | 7.9         | 5,028       | 5.0        | 4.3   |
| <b>Global Peers- Average</b>     |             | 8.8        | 6.5        | 5.6         | 14.5        | 22.4        | 13.5        |            |       |
| <b>Erdemir</b>                   |             | 8.4        | 6.7        | 6.3         | 15.4        | 8.2         | 8.4         | 7,773      | 6,582 |
| <b>Discount to peers</b>         |             | -4%        | 2%         | 12%         | 6%          | -63%        | -38%        |            |       |

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg Tahminleri

## Karşılaştırma : Erdemir - Posco

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

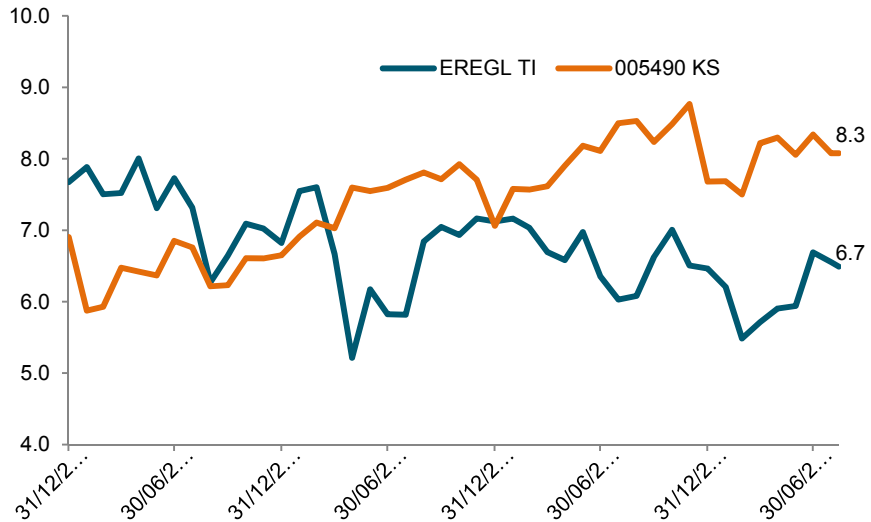
Tablo 5 -1 yıl ileri P/E Çarpanı \*- Erdemir ve Posco



Kaynak: Bloomberg piyasa beklentileri

\* EREGL: Bloomberg tahmini 10.6x , Ata Yatırım Tahmini 8.2x

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



Kaynak: Bloomberg piyasa tahmini

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

## Erdemir- Ciro Modeli

Tablo 7- Ciro Modeli

| m n                         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014T        | 2015T        | 2016T        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Net Satışlar (mn \$)</b> | <b>3,802</b> | <b>2,928</b> | <b>3,694</b> | <b>4,994</b> | <b>5,341</b> | <b>5,137</b> | <b>5,514</b> | <b>5,855</b> | <b>6,213</b> |
| Satış Hacmi (ton)           | 5,897        | 6,986        | 6,516        | 6,648        | 7,448        | 7,682        | 8,170        | 8,334        | 8,584        |
| Ton başına ortalama fiyat   | 645          | 419          | 567          | 751          | 717          | 669          | 675          | 703          | 724          |
| <b>VAFÖK (mn \$)</b>        | <b>496</b>   | <b>233</b>   | <b>824</b>   | <b>1,198</b> | <b>620</b>   | <b>1,045</b> | <b>1,165</b> | <b>1,205</b> | <b>1,235</b> |
| Ton başına VAFÖK            | 84           | 33           | 127          | 180          | 83           | 136          | 143          | 145          | 144          |
| VAFÖK Marjı                 | 13.1%        | 8.0%         | 22.3%        | 24.0%        | 11.6%        | 20.3%        | 21.1%        | 20.6%        | 19.9%        |
| <b>Nakit Maliyet/Ton</b>    | <b>561</b>   | <b>386</b>   | <b>440</b>   | <b>571</b>   | <b>634</b>   | <b>533</b>   | <b>532</b>   | <b>558</b>   | <b>580</b>   |
| ABD\$/TL Ortalama           | 1.7886       | 1.7984       | 1.7954       | 1.7861       | 1.7918       | 1.9038       | 2.1554       | 2.1955       | 2.2460       |

Tablo 8- Özet Gelir Tablosu

| TL m n                  | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014E         | 2015E         | 2016E         |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Net Satışlar</b>     | <b>6,800</b> | <b>5,266</b> | <b>6,633</b> | <b>8,921</b> | <b>9,570</b> | <b>9,781</b> | <b>11,884</b> | <b>12,855</b> | <b>13,956</b> |
| Satışların Maliyeti     | -5,964       | -5,030       | -5,313       | -6,848       | -8,594       | -7,922       | -9,454        | -10,257       | -11,191       |
| <b>Brüt Kar</b>         | <b>837</b>   | <b>236</b>   | <b>1,320</b> | <b>2,072</b> | <b>976</b>   | <b>1,859</b> | <b>2,430</b>  | <b>2,598</b>  | <b>2,765</b>  |
| Faaliyet Giderleri      | -202         | -179         | -190         | -294         | -287         | -314         | -352          | -377          | -408          |
| <b>Faaliyet Karı</b>    | <b>635</b>   | <b>57</b>    | <b>1,130</b> | <b>1,778</b> | <b>689</b>   | <b>1,545</b> | <b>2,078</b>  | <b>2,221</b>  | <b>2,357</b>  |
| Net Diğer Gelir/(Gider) | -118         | -6           | -8           | -53          | -6           | 14           | 13            | 12            | 12            |
| Finansal Giderler       | -232         | -275         | -147         | -428         | -37          | -311         | -90           | -92           | -83           |
| Azınlık Payı            | -16          | 0            | -30          | -34          | -31          | -40          | -55           | -55           | -55           |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b> | <b>269</b>   | <b>-224</b>  | <b>944</b>   | <b>1,263</b> | <b>615</b>   | <b>1,208</b> | <b>1,946</b>  | <b>2,085</b>  | <b>2,231</b>  |
| Vergi                   | -57          | 55           | -178         | -258         | -191         | -288         | -214          | -396          | -446          |
| <b>Net Kar</b>          | <b>211</b>   | <b>-169</b>  | <b>766</b>   | <b>1,006</b> | <b>424</b>   | <b>920</b>   | <b>1,732</b>  | <b>1,689</b>  | <b>1,785</b>  |
| Amortisman ve itfa payı | -227         | -330         | -299         | -309         | -344         | -396         | -388          | -380          | -372          |
| <b>FAVÖK</b>            | <b>888</b>   | <b>420</b>   | <b>1,480</b> | <b>2,139</b> | <b>1,111</b> | <b>1,990</b> | <b>2,511</b>  | <b>2,646</b>  | <b>2,774</b>  |
| <b>Brüt Marj</b>        | <b>12.3%</b> | <b>4.5%</b>  | <b>19.9%</b> | <b>23.2%</b> | <b>10.2%</b> | <b>19.0%</b> | <b>20.4%</b>  | <b>20.2%</b>  | <b>19.8%</b>  |
| Faal. Gid/ Net Satışlar | -3.0%        | -3.4%        | -2.9%        | -3.3%        | -3.0%        | -3.2%        | -3.0%         | -2.9%         | -2.9%         |
| FAVÖK Marjı             | 13.1%        | 8.0%         | 22.3%        | 24.0%        | 11.6%        | 20.3%        | 21.1%         | 20.6%         | 19.9%         |
| Net Marj                | 3.1%         | -3.2%        | 11.5%        | 11.3%        | 4.4%         | 9.4%         | 14.6%         | 13.1%         | 12.8%         |

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

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

## 2Ç14 Sonuçları:

### Beklentilerin biraz altında FAVÖK marjı

- Erdemir, Cnbc-e anketi piyasa tahminine paralel (355mn TL), bizim tahminimizin hafif altında (387mn TL) 2. çeyrekte 345mn TL net kar elde etti.
- Beklentimizin hafif altında gelen satış hacmi ve fiyatlardan dolayı, FAVÖK marjı beklentilerimizin 2 puan altında %20.3 olarak gerçekleşti. Hammadde fiyatlarındaki düşüşün gecikmeli etkis ve güçlü \$/TL ile birlikte net satışların ve FAVÖK marjının ivme kazanmasını öngörüyoruz.

### Düşük KKO ve zayıf \$/TL'den dolayı FAVÖK beklentilerimizin altında.

Erdemir, beklentimizin altında 17 ABD\$'ı altında ton başına 132 ABD\$ FAVÖK elde etti. Satış hacminde ve ortalama fiyatlarda, beklentilerimizi de göre, sırasıyla %1.2 ve %1.9 aşağı yönü sapma oldu. Ton başına nakit maliyet de beklentimizin %1 altında geldi. (1) Güney fabrikada Nisan ayındaki üretim duruşundan dolayı düşük KKO ve (2) ABD\$/TL kurunda çeyreklik bazda %5'lik gerileme, hammadde maliyetlerinde düşüşün olumlu etkisini gölgeledi. Nihai ürün fiyatlarından gerileme, özellikle iç pazardaki daha düşük CRC fiyatlarından kaynaklandı. Şirketin toplam yassı çelik satışları, yıllık bazda %5 artışla 1.78mn tona yükselirken, uzun çelik satış hacmi yıllıkla bazda %51 düşüşle 0.205mn tona gerilemiştir. Son trendler, 3. Çeyrekte artan KKO ve hammadde fiyatındaki düşüşün daha etkin olmasıyla FAVÖK marjında ve net satışlarda iyileşme işaret etmektedir.

### Beklentilerin altında efektif vergi gideri, faaliyet karlılığındaki sapmayı azalttı.

Ertelenmiş vergi gelirlerinden dolayı efektif vergi oranı, bizim beklentimiz olan %11'in altında %6.4 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, İsdemir fabrikasının bir süredir kar etmeye başlamasında kaynaklanmaktadır.

### Yüksek nakit temettü dağıtımına rağmen, net borçlulukta sınırlı artış.

26 Mayıs tarihinde hisse başına 0.234TL nakit temettü dağıtılmasıyla 820mn TL nakit çıkışı gerçekleşmişti. Yüksek nakit temettü dağıtımına rağmen, faaliyetlerden sağlanan güçlü nakit akımı ve işletme sermayesindeki hafif iyileşmenin katkısıyla, şirketin net borcu bir önceki çeyrekteki 1.9milyar TL'den 2.4milyar TL'ye geriledi. Önümüzdeki dönemde, Erdemir'in karlılığını korurken yüksek temettü dağıtmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

## Exhibit 9 - Erdemir – 2. Çeyrek Finansal Sonuçlar

| TL m n                   | Cnbc-E Kons. Tahm. | Ata Yatırım Tahmini | Sapma       | Gerçekleşen  |              |            |              |             | Ata Yatırım Tahmini |            |              |
|--------------------------|--------------------|---------------------|-------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|---------------------|------------|--------------|
|                          | 2Ç14T              | 2Ç14T               |             | 2Ç14         | 2Ç13         | y/y Δ      | 1Ç14         | ç/ç Δ       | 2014T               | y/y Δ      | 2013         |
| <b>Net Satışlar</b>      | <b>2,727</b>       | <b>2,796</b>        | <b>-3%</b>  | <b>2,709</b> | <b>2,618</b> | <b>3%</b>  | <b>2,935</b> | <b>-8%</b>  | <b>11,884</b>       | <b>22%</b> | <b>9,781</b> |
| Satışların Maliyeti      |                    | -2,205              | -1%         | -2,190       | -2,099       | 4%         | -2,332       | -6%         | -9,454              | 19%        | -7,922       |
| <b>Brüt Kar</b>          |                    | <b>591</b>          | <b>-12%</b> | <b>520</b>   | <b>519</b>   | <b>0%</b>  | <b>603</b>   | <b>-14%</b> | <b>2,430</b>        | <b>31%</b> | <b>1,859</b> |
| Faaliyet Giderleri       |                    | -77                 | 16%         | -89          | -82          | 9%         | -77          | 16%         | -352                | 12%        | -314         |
| <b>Faaliyet Karı</b>     |                    | <b>514</b>          | <b>-16%</b> | <b>430</b>   | <b>437</b>   | <b>-2%</b> | <b>526</b>   | <b>-18%</b> | <b>2,078</b>        | <b>34%</b> | <b>1,545</b> |
| Net Diğer Gelir/(Gider)  |                    | 4                   | 295%        | 16           | 81           | -81%       | 12           | 28%         | 13                  | -7%        | 14           |
| Finansal Giderler        |                    | -64                 | 1%          | -65          | -110         | -41%       | -26          | 148%        | -90                 | -71%       | -311         |
| Azınlık Payı             |                    | -19                 | n.m         | -12          | -9           | n.m        | -18          | n.m         | -55                 | n.m        | -40          |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>  |                    | <b>435</b>          | <b>-15%</b> | <b>369</b>   | <b>399</b>   | <b>-8%</b> | <b>494</b>   | <b>-25%</b> | <b>1,946</b>        | <b>61%</b> | <b>1,208</b> |
| Vergi Öncesi Kar         |                    | -48                 | -48%        | -25          | -83          | -70%       | -61          | -60%        | -214                | -26%       | -288         |
| <b>Net Kar</b>           | <b>355</b>         | <b>387</b>          | <b>-11%</b> | <b>345</b>   | <b>316</b>   | <b>9%</b>  | <b>432</b>   | <b>-20%</b> | <b>1,732</b>        | <b>88%</b> | <b>920</b>   |
| Amortisman ve itfa payı  |                    | -102                | 2%          | -104         | -102         | 2%         | -104         | 0%          | -388                | -2%        | -396         |
| <b>FAVÖK</b>             | <b>589</b>         | <b>629</b>          | <b>-13%</b> | <b>549</b>   | <b>552</b>   | <b>-1%</b> | <b>643</b>   | <b>-15%</b> | <b>2,511</b>        | <b>26%</b> | <b>1,990</b> |
| Brüt Marj                |                    | 21.1%               | -195 bps    | 19.2%        | 19.8%        | -63 bps    | 20.5%        | -135 bps    | 20.4%               | 144 bps    | 19.0%        |
| Faali. Gid/ Net Satışlar |                    | -2.8%               | -54 bps     | -3.3%        | -3.1%        | -17 bps    | -2.6%        | -67 bps     | -3.0%               | 25 bps     | -3.2%        |
| FAVÖK Marjı              | 21.6%              | 22.5%               | -222 bps    | 20.3%        | 21.1%        | -82 bps    | 21.9%        | -165 bps    | 21.1%               | 78 bps     | 20.3%        |
| Efektif Vergi Oranı      |                    | 11.0%               | -431 bps    | 6.7%         | 20.9%        | -1,419 bps | 12.4%        | -572 bps    | 11.0%               | -1,283 bps | 23.8%        |
| Net Marj                 | 13.0%              | 13.9%               | -113 bps    | 12.7%        | 12.1%        | 65 bps     | 14.7%        | -201 bps    | 14.6%               | 517 bps    | 9.4%         |

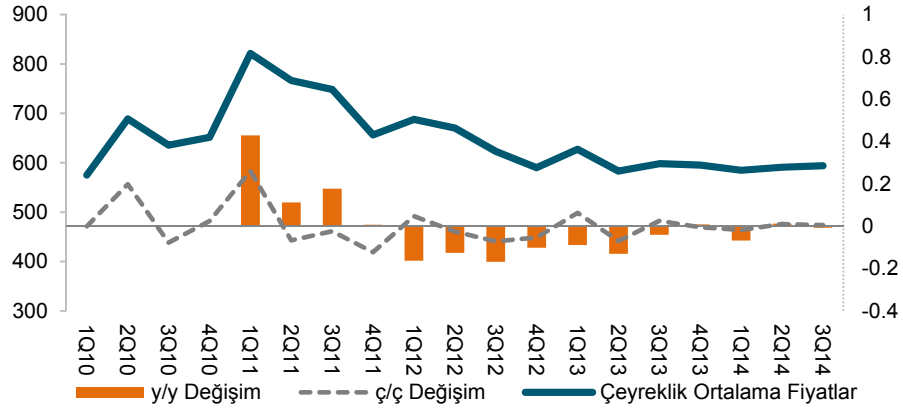
Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

| m n                          | Cnbc-E Kons. Tahm. | Ata Yatırım Tahmini | Sapma        | Ata Yatırım Tahmini |              |              |              |              |              |              |
|------------------------------|--------------------|---------------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | 2Ç14T              | 2Ç14T               |              | 2Ç14                | y/y Δ        | 2Ç13T        | ç/ç Δ        | 2014T        | y/y Δ        | 2013         |
| <b>Net Satışlar (m n \$)</b> | <b>1,324</b>       | <b>-3.1%</b>        | <b>1,283</b> | <b>1,423</b>        | <b>-9.8%</b> | <b>1,324</b> | <b>-3.1%</b> | <b>5,548</b> | <b>8%</b>    | <b>5,137</b> |
| Satış Hacmi (ton)            | 1,997              | -1.2%               | 1,973        | 2,107               | -6%          | 2,023        | -2%          | 8,139        | 6.0%         | 7,682        |
| Ton başına ortalama fiyat    | 663                | -1.9%               | 650          | 675                 | -4%          | 655          | -1%          | 682          | 1.9%         | 669          |
| <b>VAFÖK (m n \$)</b>        | <b>298</b>         | <b>-13%</b>         | <b>260</b>   | <b>300</b>          | <b>-13%</b>  | <b>290</b>   | <b>-10%</b>  | <b>1,187</b> | <b>13.5%</b> | <b>1,045</b> |
| Ton başına VAFÖK             | 149                | -12%                | 132          | 142                 | -7%          | 143          | -8%          | 146          | 7%           | 136          |
| VAFÖK Marjı                  | 22.5%              | -222 bps            | 20.3%        | 21.1%               | -82 bps      | 21.9%        | -165 bps     | 21.4%        | 0 bps        | 20.3%        |
| <b>Nakit Maliyet/Ton</b>     | <b>514</b>         | <b>1%</b>           | <b>519</b>   | <b>533</b>          | <b>-3%</b>   | <b>511</b>   | <b>1%</b>    | <b>536</b>   | <b>1%</b>    | <b>533</b>   |
| \$/TL ortalama               | 2.1117             |                     | 2.1117       | 1.8397              | 15%          | 2.2159       | -5%          | 2.1554       | 13%          | 1.9038       |

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

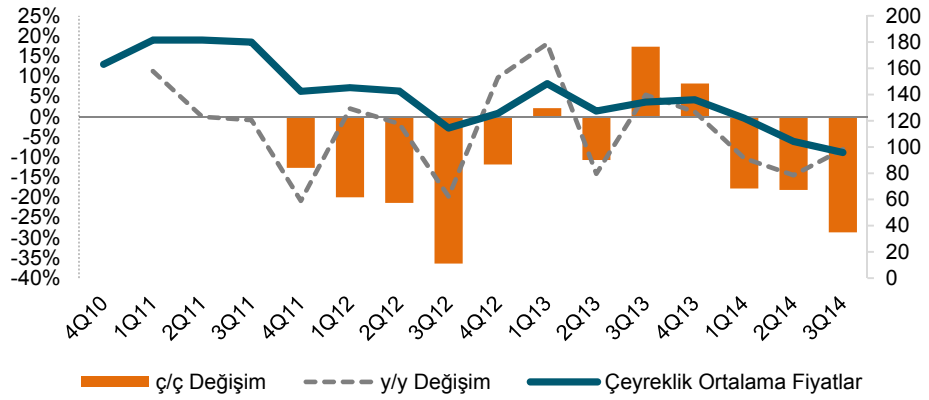
## Çelik ve Hammadde Fiyatlarındaki Trendler

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



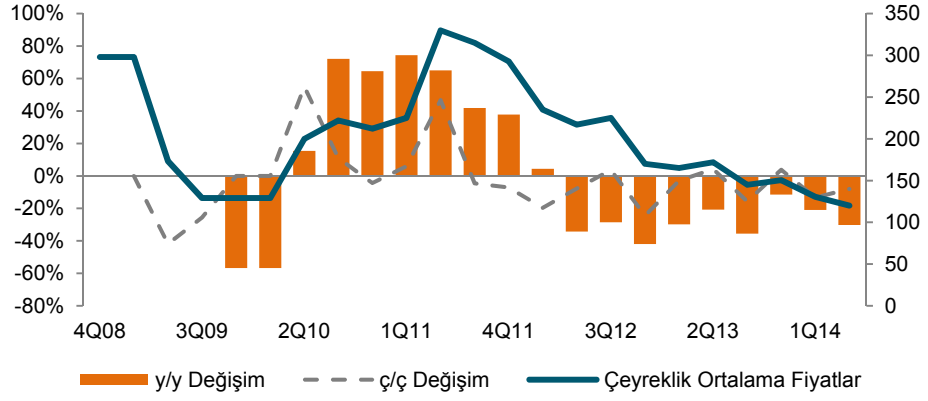
Kaynak: Bloomberg, SSPRHCEW Index

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



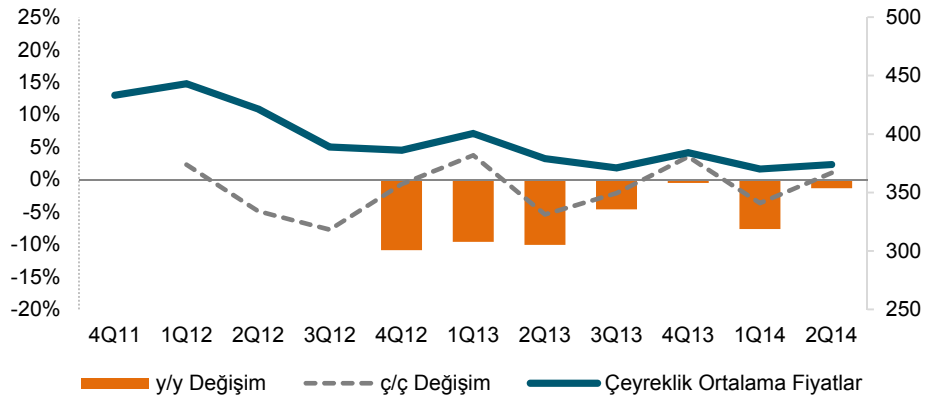
Kaynak: Bloomberg, IOECAU62 Index

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.