

ERDEMİR

Nötr
(↔)

Analistler: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Tek seferlik kalemler sayesinde Net Kâr'da pozitif sürpriz...

Erdemir (EREGL TI, Nötr, TP: 45 TL) 3Ç23'te 41 milyon TL (y/y -%98,4) net kâr açıklarken, hem piyasa beklentisi hem de bizim tahminimiz net zarar yönündeydi (sırasıyla -1,9 milyar TL ve -2 milyar TL). Şirket 3Ç23'te piyasa beklentisinin (5,74 milyar TL) %9 altında ve bizim tahminimizin (5 milyar TL) %4,6 üzerinde 5,22 milyar TL (y/y: -%2,5) FAVÖK açıklamıştır. **Beklentilerimizden başlıca sapmalar şunlar olmuştur:** (i) FAVÖK marjı beklentimizden 208 baz puanlık pozitif sapma (FAVÖK tahminimizden 228 milyon TL yukarıda) ve (ii) sigorta hasarından elde edilen avans tahsilatı (Net Kâr'da 2,21 milyar TL pozitif sapma).

Satış hacmi tahminimize (2 milyon ton) paralel olarak 2 milyon ton (y/y: +%6,9, ç/ç: +%21,4) olarak gerçekleşti. 9A23'te kümülatif satış hacmi 5,2 milyon ton'a ulaştı (y/y: -%10,4). 2023/2024 yıllarında 7,2 milyon ton/7,7 milyon ton satış hacmi tahmin ediyoruz.

Ton başına FAVÖK 111 ABD\$/ton (y/y: -%10,4, ç/ç: -%21,2) ile tahminimize (110 ABD\$/ton) paralel gerçekleşti. 9A23'te kümülatif sonuç 89 ABD\$/ton (y/y: -%18,5) oldu. FAVÖK/ton'un 2023/2024 yıllarında 95ABD\$/121ABD\$ seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

3Ç23'te 229 milyon ABD\$ yatırım harcaması gerçekleşti. Kümülatif tutar 9A23'te 663 milyon ABD\$'na ulaştı. Yatırım Harcamalarının 2023/2024 yıllarında 1 milyar ABD\$ seviyesine yaklaşmasını bekliyoruz.

Yatırım harcamaları devam ederken Net Borç/FAVÖK 3,4x seviyesine ulaştı. Güçlü ONA'ya rağmen, önemli tutarda yatırım harcaması SNA'nın -2,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesine neden oldu. Net Borç 3Ç23 itibarıyla 38,3 milyar TL'ye ulaştı. Net Borç/FAVÖK oranının 2023/2024 yıllarında 2,2x/2,0x seviyelerine gerilemesini bekliyoruz.

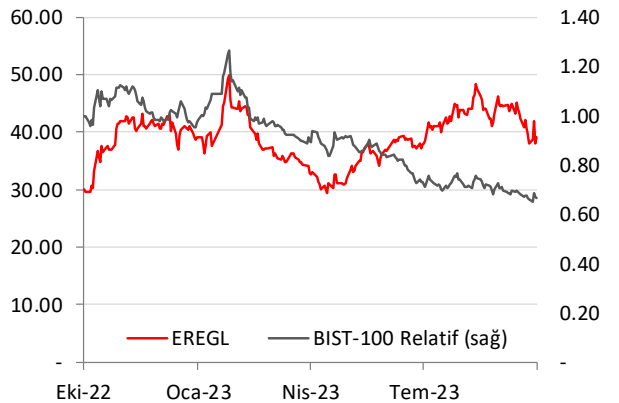
Şirketin 2024 yılında da temettü dağıtmasını beklemiyoruz. Bu yıl ve gelecek yılki yüksek yatırım harcaması beklentimiz ve yükselen borçluluk göz önüne alındığında, Şirket'in 2024 yılında kazançlarının %100'ünü yeniden yatırıma yönlendirmesini bekliyoruz.

Yorum ve Derecelendirme: Erdemir için Nötr tavsiyemizi korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı 45 TL'ye indiriyoruz. Şirket bugün yerel saatle 16:00'da bir telekonferans düzenleyecek.

Çeyrek Özeti	Özet Finansallar					Tahminlerle Karşılaştırma			
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	Sapma	AK	Sapma
Net Satışlar	37,390	36,723	1.8%	37,346	0.1%	43,147	(13.3%)	42,000	(11.0%)
FAVÖK	5,228	5,365	(2.5%)	3,823	36.7%	5,746	(9.0%)	5,000	4.6%
FAVÖK Marjı	14.0%	14.6%	(63bps)	10.2%	375bps	13.3%	67bps	11.9%	208bps
Net Kar	41	2,565	(98.4%)	(3,999)	n.m.	(1,900)	n.m.	(2,000)	n.m.
Operasyonel Nakit Akışı	4,345	188	2206.2%	(1,196)	(463.2%)				
Serbest Nakit Akışı	(2,250)	(3,201)	(29.7%)	(9,243)	(75.7%)				
Net Borç / (Nakit)	38,310	15,991	139.6%	32,521	17.8%				

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	127,783	148,940	230,594	264,137
FAVÖK, mn TL	26,655	16,813	31,729	40,663
Net Kâr, mn TL	18,005	-1,513	11,556	16,161
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,694	36,508	63,127	67,264
Net Borç/FAVÖK	0.5	2.2	2.0	1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	20.9%	11.3%	13.8%	15.4%
Net Marj	14.1%	n.m.	5.0%	6.1%
Temettü Verimi	13.8%	-	-	4.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	87.3%	16.6%	54.8%	14.5%
FAVÖK, y/y	0.7%	-36.9%	88.7%	28.2%
Net Kâr, y/y	16.0%	n.m.	n.m.	39.8%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	6.3	n.m.	11.9	8.5
FD/FAVÖK	4.9	10.6	6.4	5.1
FD/Ciro	1.0	1.2	0.9	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-12.3%	3.9%	27.2%	-5.0%
BİST-100 Relatif	-5.7%	-8.5%	-34.0%	-31.7%
AOİH, mn TL	4,294	5,763	4,882	4,796



Piyasa verileri 26 Ekim 2023 tarihli.

2023 tahminlerimizi aşağı yönlü revize ettik. **Ciro ve FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla %20 ve %24 aşağı yönlü revize ettik.** 9A23'teki 3,8 milyar TL'lik net zarar göz önünde bulundurulduğunda, 4Ç23'te karlılıkta bir miktar iyileşme olmasına rağmen net zarar bekliyoruz.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	148,940	230,594	264,137	186,687	263,380	275,611
% büyüme	16.6%	54.8%	14.5%	46.1%	41.1%	4.6%
FAVÖK	16,813	31,729	40,663	22,374	38,875	48,083
FAVÖK Marjı	11.3%	13.8%	15.4%	12.0%	14.8%	17.4%
Net Kar	(1,513)	11,556	16,161	3,080	11,502	19,333
% büyüme	n.m.	n.m.	39.8%	(82.9%)	273.4%	68.1%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	(20.2%)	(12.4%)	(4.2%)			
FAVÖK	(24.9%)	(18.4%)	(15.4%)			
Net Kar	n.m.	0.5%	(16.4%)			
Hedef Fiyat		45.0			50.0	
Hedef Fiyat Değişimi		(10.0%)				

Kaynak: AK Yatırım

Değerlememize İlişkin Duyarlılık Analizi

		Projeksiyon Dönemi AOSM (ABD\$ bazında):										
		9.48%	9.78%	10.08%	10.38%	10.68%	10.98%	11.28%	11.58%	11.88%	12.18%	12.48%
Uç Dönem AOSM: (ABD\$ bazında)	11.14%	43.47	42.71	41.96	41.24	40.54	39.86	39.20	38.56	37.93	37.32	36.73
	10.84%	44.42	43.63	42.87	42.12	41.40	40.70	40.01	39.35	38.70	38.07	37.45
	10.54%	45.47	44.65	43.86	43.09	42.34	41.61	40.90	40.21	39.54	38.89	38.26
	10.24%	46.63	45.78	44.96	44.16	43.38	42.62	41.89	41.17	40.48	39.80	39.14
	9.94%	47.92	47.03	46.18	45.34	44.53	43.75	42.98	42.24	41.51	40.81	40.12
	9.64%	49.35	48.43	47.54	46.67	45.82	45.00	44.20	43.42	42.67	41.93	41.22
	9.34%	50.97	50.00	49.07	48.16	47.27	46.41	45.57	44.76	43.97	43.20	42.45
	9.04%	52.80	51.78	50.80	49.84	48.91	48.00	47.13	46.27	45.44	44.63	43.85
	8.74%	54.88	53.81	52.77	51.76	50.78	49.83	48.90	48.00	47.12	46.27	45.44
	8.44%	57.29	56.15	55.05	53.98	52.94	51.92	50.94	49.98	49.06	48.15	47.27
8.14%	60.09	58.88	57.70	56.56	55.45	54.37	53.32	52.30	51.31	50.35	49.41	

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A21	9A22	9A23
Satış Gelirleri	36,722.6	27,247.6	26,274.0	37,345.9	37,390.4	43,060.3	100,535.3	101,010.3
Brüt Kar	5,025.8	560.1	1,125.6	3,627.4	4,820.8	16,270.9	24,978.7	9,573.8
Operasyonel Giderler	635.3	737.4	746.5	1,097.4	906.4	708.0	1,640.7	2,750.3
Faaliyet Karı	4,390.6	(177.4)	379.1	2,530.0	3,914.4	15,562.9	23,338.0	6,823.5
FAVÖK	5,364.5	674.4	1,389.4	3,823.4	5,228.3	16,888.7	25,980.1	10,441.1
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(185.1)	(560.2)	(393.2)	(1,269.6)	1,011.2	813.8	(488.0)	(651.6)
Vergi Öncesi Kar	4,205.5	(737.6)	(14.1)	1,260.4	4,925.6	16,376.7	22,850.0	6,171.9
Vergi Geliri / (Gideri)	(1,525.8)	3,960.3	80.0	(5,313.8)	(4,765.1)	(5,113.9)	(7,419.7)	(9,998.9)
Vergi Sonrası Net Kar	2,679.7	3,222.8	65.9	(4,053.4)	160.5	11,262.8	15,430.3	(3,827.0)
Azınlık Payları	114.9	48.1	(24.4)	(54.3)	119.2	459.0	599.9	40.5
Net Kar	2,564.9	3,174.7	90.3	(3,999.1)	41.4	10,803.8	14,830.3	(3,867.4)
Büyüme (Yıllık)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A21	9A22	9A23
Satış Gelirleri	101.1%	8.3%	(10.0%)	7.9%	1.8%	96.3%	133.5%	0.5%
Operasyonel Giderler	152.7%	87.9%	60.0%	103.7%	42.7%	26.2%	131.7%	67.6%
Faaliyet Karı	(37.1%)	n.m.	(95.8%)	(74.6%)	(10.8%)	431.1%	50.0%	(70.8%)
FAVÖK	(27.7%)	(93.0%)	(85.8%)	(64.8%)	(2.5%)	324.3%	53.8%	(59.8%)
Net Kar	(48.7%)	(32.8%)	(98.4%)	n.m.	(98.4%)	645.3%	37.3%	n.m.
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A21	9A22	9A23
Brüt Kar Marjı	13.7%	2.1%	4.3%	9.7%	12.9%	37.8%	24.8%	9.5%
Operasyonel Gider Marjı	1.7%	2.7%	2.8%	2.9%	2.4%	1.6%	1.6%	2.7%
Faaliyet Kar Marjı	12.0%	n.m.	1.4%	6.8%	10.5%	36.1%	23.2%	6.8%
FAVÖK Marjı	14.6%	2.5%	5.3%	10.2%	14.0%	39.2%	25.8%	10.3%
Efektif Vergi Oranı	36.3%	n.m.	n.m.	421.6%	96.7%	31.2%	32.5%	162.0%
Net Kar Marjı	7.0%	11.7%	0.3%	n.m.	0.1%	25.1%	14.8%	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	0.5%	30.0%	15.3%	n.m.	11.6%	14.0%	0.8%	7.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	n.m.	12.3%	n.m.	n.m.	n.m.	1.9%	n.m.	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	3.5%	1213.8%	288.5%	n.m.	83.1%	35.7%	2.9%	68.5%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	7.6%	19.6%	11.5%	17.4%	13.7%	5.4%	6.0%	14.5%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	4.2%	(31.1%)	(14.8%)	4.2%	(0.8%)	18.5%	12.5%	(2.6%)
Nakit Akım Tablosu	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A21	9A22	9A23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	188.4	8,185.6	4,007.7	(1,196.2)	4,345.0	6,028.0	754.6	7,156.5
Düzeltilme Öncesi Kar	2,679.7	3,222.8	65.9	(4,053.4)	160.5	11,262.8	15,430.3	(3,827.0)
Amortisman ve İtfa Payları	973.9	851.8	1,010.2	1,293.4	1,313.9	1,325.8	2,642.1	3,617.6
İşletme Sermayesindeki Değişim	(1,557.3)	8,462.7	3,894.2	(1,576.0)	287.4	(7,976.6)	(12,526.5)	2,605.6
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(1,908.0)	(4,351.6)	(962.7)	3,139.7	2,583.2	1,416.0	(4,791.2)	4,760.2
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(3,389.7)	(4,843.6)	(4,982.9)	(8,046.8)	(6,595.2)	(5,203.5)	(7,568.9)	(19,624.9)
Sabit Sermaye Yatırımları	(2,779.4)	(5,347.0)	(3,021.7)	(6,504.6)	(5,110.8)	(2,318.6)	(5,998.1)	(14,637.1)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(610.3)	503.4	(1,961.2)	(1,542.2)	(1,484.4)	(2,884.9)	(1,570.8)	(4,987.8)
Serbest Nakit Akımı	(3,201.3)	3,342.1	(975.2)	(9,243.0)	(2,250.2)	824.4	(6,814.3)	(12,468.4)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	664.8	901.5	5,547.1	2,014.5	5,034.2	(1,657.8)	(10,529.2)	12,595.8
Finansal Borçlardaki Değişim	639.4	944.8	5,773.8	3,057.4	5,557.4	4,584.9	4,528.6	14,388.6
Temettü	(0.1)	(0.2)	-	-	-	(6,365.7)	(15,720.5)	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	25.5	(43.0)	(226.7)	(1,042.9)	(523.2)	123.0	662.7	(1,792.8)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	(679.4)	3,848.8	4,861.2	(4,723.6)	4,226.6	(522.7)	(11,787.9)	4,364.2

Bilanço	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	85,462.0	80,656.2	84,645.1	106,012.6	121,635.2
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,377.7	15,186.5	20,082.1	15,329.9	19,546.5
Finansal Yatırımlar	374.0	700.2	1,329.7	1,538.1	1,686.5
Ticari Alacaklar	17,412.7	15,602.1	12,454.5	15,674.9	18,015.0
Stoklar	52,315.3	44,152.4	44,443.6	60,631.4	62,672.5
Diğer Dönen Varlıklar	3,982.2	5,015.0	6,335.1	12,838.2	19,714.6
Duran Varlıklar	89,665.5	94,237.4	99,883.7	141,057.0	155,941.5
Finansal Yatırımlar	0.7	127.8	126.9	127.0	126.6
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	548.4	606.1	620.4	711.2	778.1
Maddi Duran Varlıklar	74,465.3	80,715.6	84,911.7	119,066.1	128,520.0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5,258.1	5,304.6	5,362.8	7,141.3	7,484.3
Diğer Duran Varlıklar	9,393.0	7,483.4	8,861.9	14,011.4	19,032.5
Toplam Varlıklar	175,127.5	174,893.6	184,528.8	247,069.6	277,576.7
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35,440.3	35,908.6	41,557.0	59,036.3	76,798.0
Finansal Borçlar	18,585.1	21,172.3	26,922.3	39,217.5	50,552.3
Ticari Borçlar	11,221.1	11,228.2	10,958.7	13,533.2	17,401.1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,634.1	3,508.1	3,676.0	6,285.6	8,844.5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,329.6	20,322.9	21,464.1	31,340.6	34,695.6
Finansal Borçlar	9,157.5	8,408.4	9,353.4	10,171.1	8,990.4
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,172.1	11,914.4	12,110.8	21,169.5	25,705.2
Özkaynaklar	114,357.6	118,662.2	121,507.6	156,692.7	166,083.1
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	111,416.4	115,645.2	118,450.6	152,778.1	161,817.5
Azınlık Payları	2,941.2	3,017.0	3,057.0	3,914.6	4,265.6
Toplam Kaynaklar	175,127.5	174,893.6	184,528.8	247,069.6	277,576.7
Yatırım Sermayesi (IC)	146,520.5	144,270.7	148,482.2	210,382.8	230,098.0
İşletme Sermayesi	58,506.9	48,526.3	45,939.4	62,773.1	63,286.4
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler)	56,855.0	50,033.3	48,598.5	69,325.7	74,156.5
Toplam Borç	27,742.6	29,580.7	36,275.7	49,388.6	59,542.7
Net Borç / (Nakit)	15,990.9	13,694.1	14,863.9	32,520.6	38,309.7
Net Borç / Son 12A FAVÖK	0.4	0.5	0.8	2.9	3.4
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(9,146.4)	(5,659.0)	6,064.4	(1,388.8)	(1,072.0)

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgiler dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.