

# Türkiye'de Demir-Çelik Sektörü

25.09.2024  
08.30

## Çin'in gölgesinde çelik sektörü

Çin'de yaşanan gayrimenkul krizinin etkileri nedeniyle çelik sektörü zorlu bir süreçten geçiyor. Gayrimenkul sektörü talep kaynaklı sorunları oluştururken, küresel çelik üretim kapasitesinin artması da arz yönlü baskı faktörü olarak öne çıkıyor. Çin hükümetinin teşvikleri şu ana kadar sektörün ayakta kalmasını sağlasa da çelik talebinde önemli bir iyileşme henüz izlenmedi. İç talepteki zayıflığa bağlı olarak Çin'in ucuz çelik ihracatı artarken, başta Avrupa olmak üzere birçok ülkede çelik üreticilerinin kâr marjında azalma dikkat çekiyor. Çin'de iç talebin toparlanması sektör için kilit rol oynuyor. Kısa vadede bu toparlanmayı öngörmüyoruz. Ancak 2025 sonundan itibaren sektörün kademeli iyileşeceği beklentimizi şirket modellerimize yansıtıyoruz.

### Erdemir (EREGL)

- EREGL için 57.54TL hedef fiyat ve **Endekse Paralel (EP)** tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %12 getiri potansiyeli sunuyor.
- Erdemir için 2024 ve 2025'te sırasıyla 95 ve 105\$ ton başına FVAÖK modelliyoruz. 2026'da sektörün toparlanacağı beklentisiyle ton başına FVAÖK'ü 148\$'a yükseltiyoruz.
- Şirket halihazırda 9.5mn ton olan ham çelik üretim kapasitesinin 2030'a kadar 13mn tona çıkmasını ve bu süreçte karbon emisyonlarının azaltılmasını hedefliyor. Ark fırınlarının kademeli devreye alınmasıyla modelimizde 2029 ham çelik kapasitesini 11mn tona, 2031'de ise 13mn tona yükseltiyoruz.
- Peletleme tesisinin 2027'de tamamlanmasıyla birlikte EREGL ihtiyacı olan demir cevherinin %40'ını kendi sağlayabilecek (%15-20'sini sağlayabiliyordu). Peletleme tesisinin Erdemir'in brüt kârına yıllık 200-250mn USD katkı sağlamasını bekliyoruz.

### Kardemir (KRDMD)

- KRDMD için 40.87TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri (EÜ)** tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %59 getiri potansiyeli sunuyor.
- Stok etkisinin ortadan kalkması ve yurt içi cevher fiyatlarının "görece" normalleşmesiyle, 3. ve 4. çeyreklerde maliyetlerdeki düşüş etkisinin hissedileceğini düşünüyoruz. Kardemir'in yılı 74\$ ton başına FVAÖK ile geride bırakmasını bekliyoruz. 2025'te 93\$, 2026'da ise 103\$'a iyileşme öngörüyoruz. 2025'te maliyetlerde beklediğimiz normalleşmenin sürmesi, hem küresel piyasalarda hem de yurt içinde faiz indirimlerinin başlaması&devam etmesi, Anti-damping soruşturmalarının sonuçlanmasıyla birlikte Kardemir'in yeniden kâra geçeceğini düşünüyoruz.
- Kardemir ürün yelpazesindeki yüksek katma değerli; filmaşın ve çubuk, profil, demir yolu rayları ve tekerlekler gibi ürünlerin payını artırma çabasında. 2026'dan itibaren 2030'a kadar her yıl 200mn USD'lik yatırım harcaması modelliyoruz. Aynı dönemde şirketin kâr marjlarında iyileşmeyi projeksiyonlarımıza yansıtıyoruz.
- Hisse geri alımlarının yeniden başlamış olmasını pozitif buluyor, alımların hisse fiyatı için aşağı yönde bariyer oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Hisse Kodu	Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
EREGL	TL51.15	TL57.54	12%
KRDMD	TL25.78	TL40.87	59%

Piyasa Değeri		Firma Değeri	
EREGL	TL179,025mn	USD5,253mn	TL240,781mn
KRDMD	TL20,114mn	USD590mn	TL20,097mn

### Erdemir (EREGL)

Hisse Senedi Bilgileri (24.09.2024)			
Bloomberg/Reuters:	EREGL.TI / EREGL.IS		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	2%	3%	-7%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	36.75 / 59.4		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	6,207.4		
YBB TL Getiri:	26%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.82		
BIST-100'deki ağırlığı	2.11%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	3,500.0		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	19%	28%	

### Kısaca Şirket

Erdemir, yassı çelik üretmek amacıyla 1960 yılında özel bir yasayla kuruldu. Uluslararası kalite standartlarında levha, sıcak ve soğuk haddelenmiş sac ile kalay, krom ve çinko kaplamalı sac üreten Erdemir; otomotiv, beyaz eşya, boru profil, haddeçilik, genel imalat, elektrik-elektronik, makine, enerji, ısı gereçleri, gemi inşa, savunma, ambalaj gibi sektörlerle girdi sağlamaktadır.

### Ortaklık Yapısı

Ataer Holding	49.29%
Halka Açık	46.74%
Erdemir hisseleri	3.97%

### Kardemir (KRDMD)

Hisse Senedi Bilgileri (24.09.2024)			
Bloomberg/Reuters:	KRDMD.TI / KRDMD.IS		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	1%	-11%	-29%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	21.08 / 32.9		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	1,257.8		
YBB TL Getiri:	9%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.96		
BIST-100'deki ağırlığı	0.24%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	780.2		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	15%	14%	

### Kısaca Şirket

1937 yılında kurulan ve 1995 yılında özelleştirilen Kardemir, 2.5 mn mt/yıl sıvı çelik üretim kapasitesine sahiptir. Kardemir, uluslararası kalite standartlarında; demiryolu tekeri, ray, profil, mangal, inşaat demiri, inşaat çeliği, blum, platin, kütük, köşebent, maden direği, pik, kok ve kok yan ürünleri üretmek raylı sistemler, otomotiv, savunma sanayi, inşaat ve madencilik sektörlerinin temel girdilerini sağlamaktadır.

### Ortaklık Yapısı

A	%21.08
B	%10.48
D	%68.44

### Analist: Cenk Özdemir

+90 212 384 11 19

[cozdemir@garanti.com.tr](mailto:cozdemir@garanti.com.tr)

## Sektör Görünümü

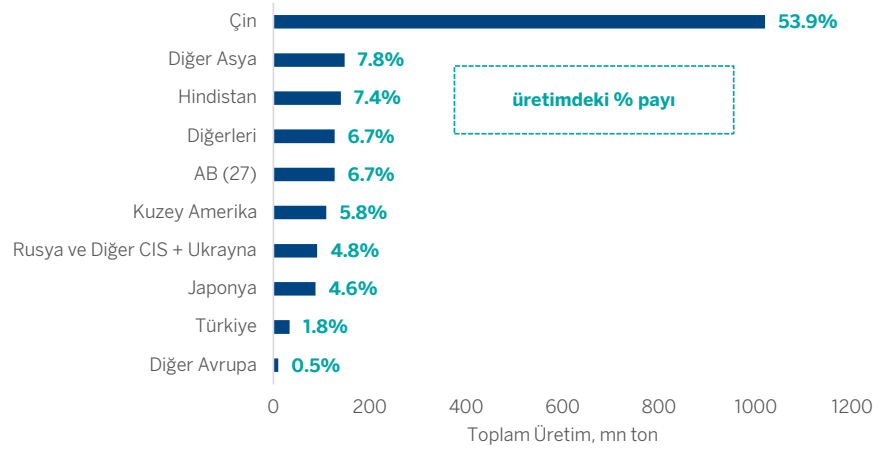
### Özet

Küresel çelik piyasaları oynaklığın yüksek olduğu, zorlu bir süreçten geçiyor. Küresel anlamda kapasite fazlası artarken, çelik talebi durgunluk belirtileri gösteriyor. Çelik talebinde yaşanan durgunluğun ana kaynağını Çin'de yaşanan gayrimenkul krizi oluşturuyor. Çin hükümetinin teşvikleri şu ana kadar sektörün ayakta kalmasını sağlasa da çelik talebinde önemli bir iyileşme henüz izlenmedi. Talepteki zayıflığa bağlı olarak Çin'in ucuz çelik ihracatı artarken, başta Avrupa olmak üzere birçok ülkede çelik üreticilerinin kâr marjında azalma dikkat çekiyor. Çin'de iç talebin toparlanması sektör için kilit rol oynuyor. Kısa vadede bu toparlanmayı öngörmüyoruz. Ancak 2025 sonundan itibaren marjların kademeli iyileşeceği beklentimizi şirket modellerimize yansıtıyoruz.

### Arz-talep dinamikleri Çin'i işaret ediyor

Dünya Çelik Birliği'nin (WSA) verilerine göre 2023 sonu itibariyle çelik üretiminde liderlik açık ara fark (%53.9 pazar payı) ile Çin'in elinde bulunuyor. Çin'i %7.4 ile Hindistan takip ederken, diğer Asya ülkeleri üretimin %7.8'ini, Avrupa ise %6.7'sini oluşturuyor. Türkiye'nin küresel üretimdeki payı ise %1.8 oranında bulunuyor.

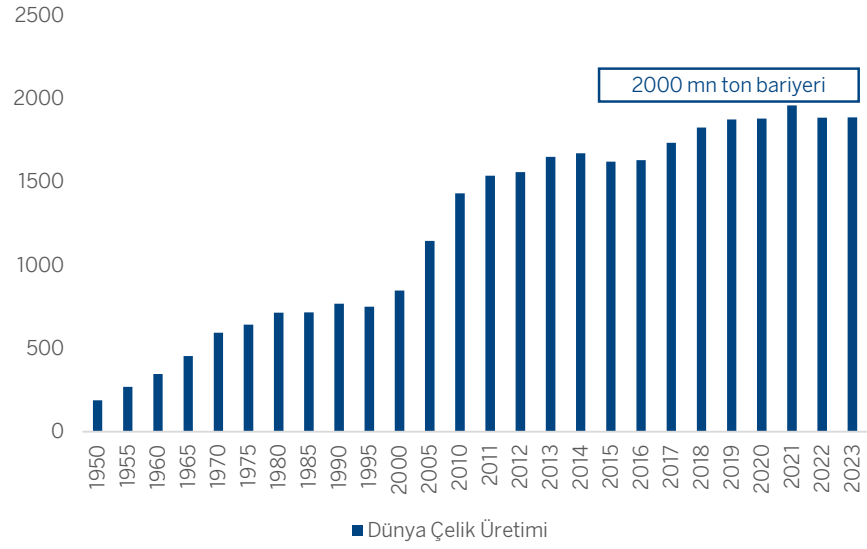
#### Dünyada Çelik Üretim Dağılımı



Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

2023'te dünyada toplam yaklaşık 1,893mn ton çelik üretimi gerçekleştirildi. Son yıllardaki çelik üretim trendindeki gidişata bakıldığında, 2019'dan bu yana yatay bir seyir gözlemleniyor. Toplam üretimin 5 yıldır 2,000mn ton bariyerini aşmaması, buna rağmen son iki yılda fiyatlarda önemli bir sıçrama izlenmemesi, talep yönlü sorunların çelik fiyatlarını belirleyen ana katalizör olduğunu gösteriyor.

### Dünyada Çelik Üretimi (mn ton)



Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

Tüketim tarafında da 2023 yıl sonu itibarıyla %50.8 pay ile liderlik yine Çin'de. Diğer Asya ülkelerinin tüketimdeki payı %9.60'ken; Hindistan, Avrupa Birliği ve Kuzey Amerika %7'nin üzerinde paya sahip. Üretim tarafında olduğu gibi tüketim tarafında da küresel trendi belirleyen yine Çin olarak gözüküyor.

### Dünyada Çelik Tüketim Dağılımı (% ve mn ton)

Bölge ve Ülke	2022 (%)	2023 (%)	2022	2023	~Değişim
Avrupa Birliği (27)	8.0%	7.2%	142.6	126.9	-11.0%
Diğer Avrupa	0.9%	0.8%	15.9	14.8	-7.0%
Rusya & Diğer CIS + Ukrayna	2.9%	3.2%	51.6	56.4	9.3%
Kuzey Amerika	7.7%	7.7%	137.1	135.8	-1.0%
Japonya	3.1%	3.0%	55.0	52.9	-3.8%
Hindistan	6.5%	7.6%	116.1	134.0	15.4%
Diğer Asya	9.3%	9.6%	166.3	169.2	1.8%
Çin	52.0%	50.8%	926.7	895.6	-3.4%
Türkiye	1.8%	2.2%	32.5	38.1	17.2%
Diğerleri	7.8%	7.9%	139.2	139.3	0.1%

Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

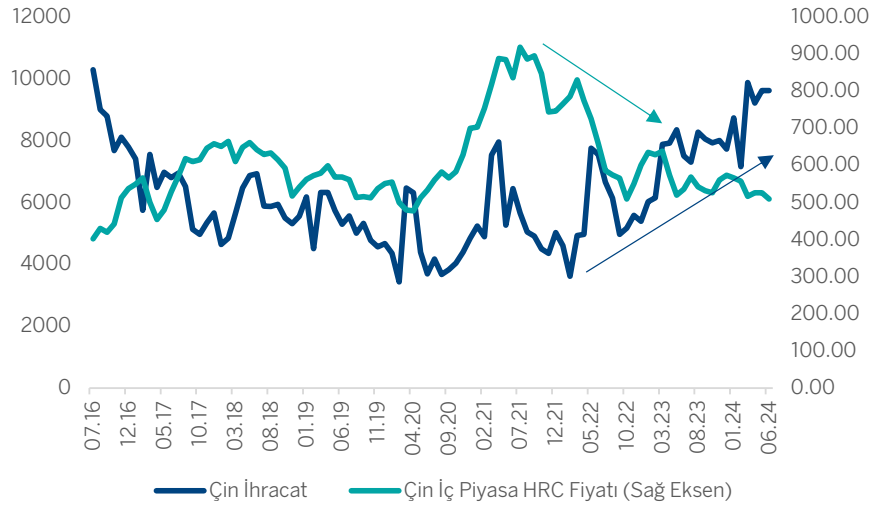
Bu yüzden arz-talep dinamiklerine bağlı olarak piyasayı yorumlarken tüm yollar Çin'e çıkıyor. Çin'de tüketilmeyen her ton çelik, ihracatla küresel pazara yayılma ve farklı bölgelerde çelik fiyatlarını baskılama potansiyeli taşıyor (tersi de geçerli). Çin'in iç talebinin zayıf olduğu dönemlerde artan ihracat küresel fiyatlarda baskıyı beraberinde getiriyor.

## Çin dinamikleri küresel piyasayı doğrudan etkiliyor

Çin'in çelik üretimi 2010'dan 2020'ye kadar kademeli olarak artış gösterdi. Diğer yandan 2020 yılında 1,065mn tonda zirve yapan üretim, 2022'deki 1,013mn tona kıyasla 2023'te 1,019mn ton gerçekleşerek stabilize oldu. 2020 yılında üretimde yaşanan zirve, COVID-19 salgını sonrası bastırılmış talebin ortaya çıkarak küresel ekonomilerde yaşanan canlanmadan kaynaklandı.

Çin'deki tahmini çelik tüketimi de son iki yıldır azalıyor. 2021 yılında 954.4mn ton olan tüketim hacmi, 2022 yılında 926.7mn tona, 2023 yılında ise 895.7mn tona geriledi. Yani, 3 yıl içinde çelik tüketiminde % 6'lık düşüş gerçekleşti. Bunun ana nedeni ülkenin emlak piyasasında yaşanan kriz oldu. Çelik tüketimi üretime kıyasla daha sert düştüğü için Çin'in ihrac ettiği çelik miktarı gün geçtikçe arttı. Çin'in ihracatı 2020'den 2023'e kadar neredeyse 3 katına çıkarak, 2016'dan bu yana en yüksek seviyesine ulaştı.

### Çin Çelik İhracatı ve İç Piyasa HRC Fiyatları (USD)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

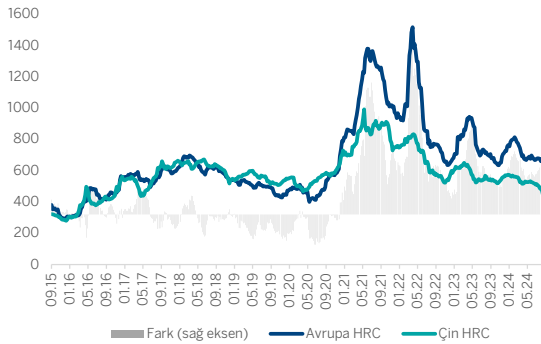
2023 yılındaki yüksek ihracat, diğer ihracatçı ülkelere kıyasla düşük çelik fiyatlarının yanı sıra, yıl boyunca inşaat sektöründe gözlemlenen sorunlar nedeniyle zayıf kalan iç talepten kaynaklandı. Çin'in çelik ihracatı; Güneydoğu Asya, Orta Doğu, Güney Asya, Orta Amerika gibi ticaret engellerinin bulunmadığı bölgelere yoğunlaştı. Aynı zamanda, Avrupa Birliği'ne (AB) yapılan çelik ihracatı son üç yılda belirgin biçimde artış gösterdi. 2021 yılında 1.61mn ton olan ihracat rakamı 2022 ve 2023 yıllarında 3.18mn ton olarak gerçekleşti.

AB bu dönemde çelik piyasasını ithalat kotaları ve anti-dumping önlemleriyle koruma altına çalıştı. Buna rağmen Çin'den AB'ye çelik arzı 2022 yılında yıllık %97.5 oranında artış gösterdi. Bu büyüme, Rusya'nın Ukrayna'yı geniş çaplı işgalinin ardından AB çelik endüstrisinde yaşanan zor durumdan kaynaklandı. AB'li çelik üreticileri enerji fiyatlarında keskin bir artışla karşı karşıya kaldı ve bu durum da yerel üreticilerin daha ucuz Asya ürünleriyle rekabet etmesini imkansız hale getirdi.

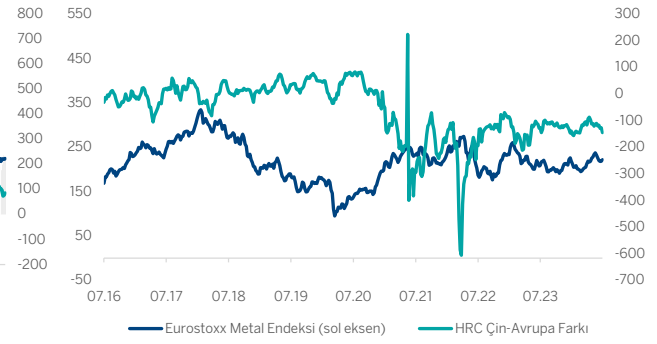
Asya bölgesinden Avrupa'ya yapılan ihracat, Çin talebi toparlanmadığı sürece Avrupa'ya -yerli üreticilere kıyasla- düşük fiyatla gelmeye devam edecek. Bu durumu öngören bazı Avrupalı çelik üreticileri üretimi durdurmak ya da iş modellerini yeniden düzenlemek zorunda kalıyor. Örneğin;

- İspanyol Celsa grubu Polonya, Norveç ve İngiltere'deki çelik tesislerini satmayı düşünüyor. Varlıkların toplam piyasa değeri 1.3 mlr euro'ya ulaşıyor.
- Thyssenkrupp çelik kapasitesini 1.5 - 2.0mn ton azaltmayı planladığını açıkladı. Şirket daha önce otomotiv endüstrisi için galvanizli çelik üretimi gerçekleştiren İspanya'daki Galmed tesisini kapatmıştı.
- Aralık 2023'ten bu yana borçlar kaynaklı kesilen güç kaynağı eksikliği nedeniyle yüksek fırını kapatan Liberty Steel Ostrava, iflas ettiğini açıkladı ve potansiyel bir alıcı arıyor.
- Acciaierie d'Italia (Ilva) likidite sorunları nedeniyle kapanma riskiyle karşı karşıya ve şirkete özel yönetim atandı.

Avrupa-Çin HRC Fiyat Farkı



Eurostoxx Metal Endeksi ve HRC Fiyat Farkı



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

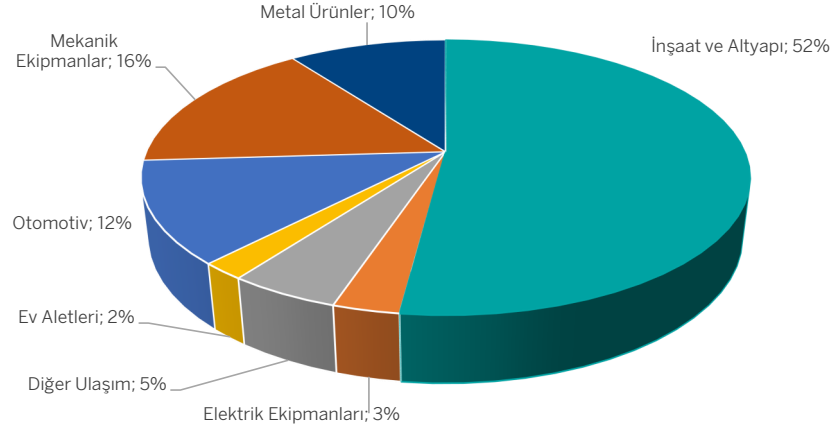
Türk çelik üreticileri de Çin'den yapılan ithalatın artmasına paralel olarak arzu edilen performansı sergileyemiyor. 2023 yılında Çin, toplam 1.15mn ton hacimle Türkiye'ye en çok sıcak haddelenmiş yassı çelik (HRC) ihraç eden ülke oldu. Yüksek dış ithalat nedeniyle yerli çelik üreticileri Çin'in yanı sıra; Hindistan, Japonya ve Rusya'dan gelen HRC ürünlerine karşı anti-damping soruşturması başlattı.

Çelik talebindeki zayıflık ve çelik üretim kapasitesinin Çin dışında artıyor olması, önümüzdeki yıllar için endişe verici bir görünüm yaratıyor. Günün sonunda Çin'de sektörün ne zaman yeniden büyüyeceği sorusunun cevabı önemli hale geliyor.

## Temel sorun Çin'de gayrimenkul sektörü

Küresel ham çelik tüketiminin sektörel bazda dağılımına bakıldığında tüketimin %52'sinin direkt olarak inşaat ve altyapı sektörlerinden geldiği görülüyor (Kaynak: WSA).

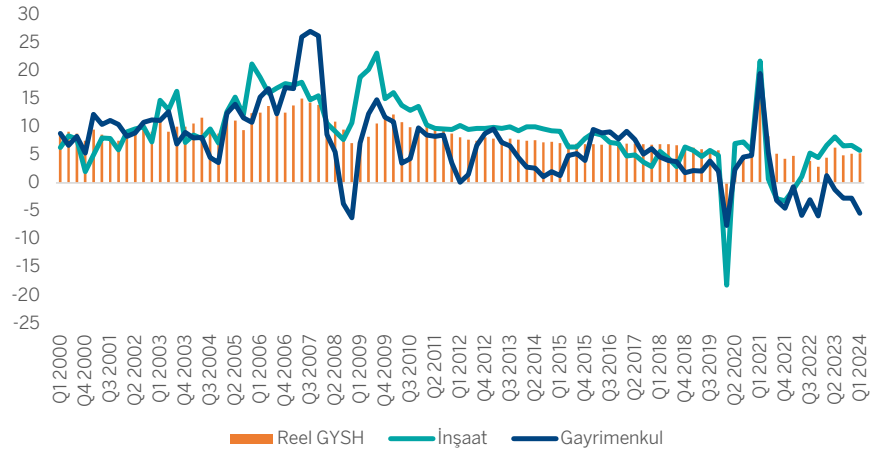
### Dünyada Sektörel Bazda Çelik Tüketimi



Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

Çin'in çelik üretimindeki artışın arkasındaki itici güç, ülkenin 2000 sonrası çift haneli ekonomik büyüme figürleri oldu. Çin'in konut piyasası yıllarca ülke büyümesinin kalesiydi. Bu durum çelik için daha fazla iç talebe yol açtı ve hükümet büyüme yıllarında sektöre önemli yatırımlar gerçekleştirdi.

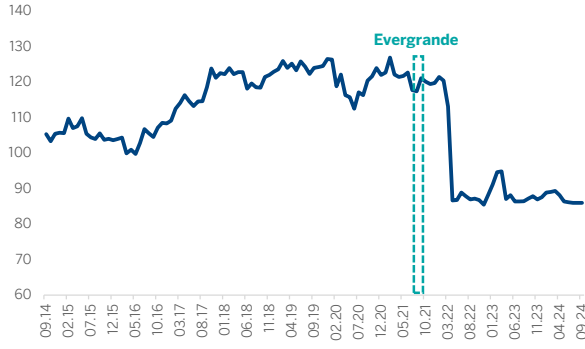
### Çin'de Büyüme Verileri



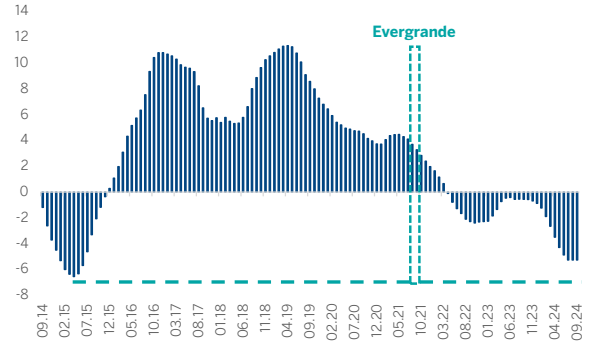
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Diğer yandan 2021 yılının ikinci yarısında Evergrande'nin ödemelerini gerçekleştirememesiyle Çin'in emlak sektörünü saran sistemik sorunlar ortaya çıktı. 300mlr USD'yi aşan yükümlülüklerin ağırlığı altında ezilen Evergrande'nin çöküşüyle birlikte; sektörün büyümesinin aşırı borçlanma, spekülasyon ve arz ile talep arasındaki uyumsuzluktan kaynaklandığı ortaya çıktı. Kriz, Çin'in güçlü görünen emlak piyasasının kırılganlığını gözler önüne serdi ve sorun diğer gayrimenkul şirketlerine de sıçradı. Gelişmelerle birlikte Çin'de tüketici güveni 2022'den bu yana 80-90 bölgesinde seyrediyor ve henüz toparlanma aşamasına geçemedi.

Çin'de Tüketici Güveni



Çin Yeni Konut Fiyatları Değişimi (% , yıllık)

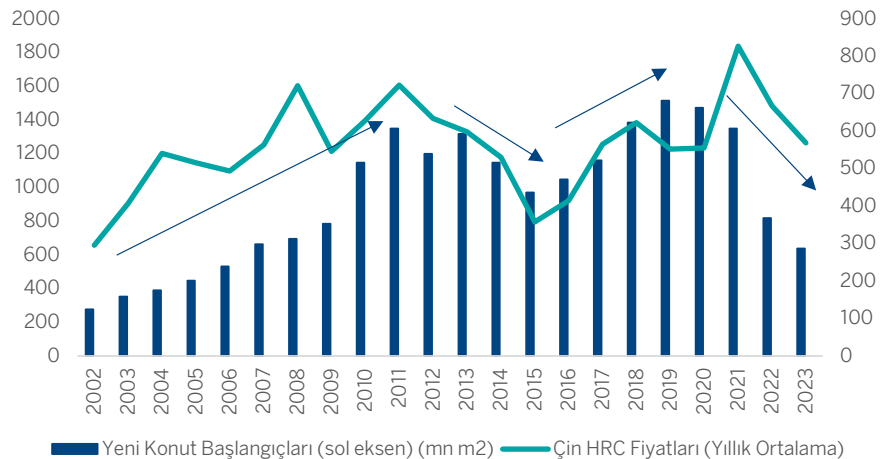


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Konut piyasasındaki krize yanıt olarak Çin hükümeti sektörü istikrara kavuşturmak ve krizin etkilerini hafifletmek amacıyla bir dizi müdahalede bulundu. Alınan tedbirler arasında ilk kez ev alacaklar için kısıtlamaların hafifletilmesi, peşinat gereksinimlerinin azaltılması ve asgari ipotek oranlarının düşürülmesi yer alıyor. Çin ayrıca ilk kez ev sahibi olacakların niteliklerini de değiştirerek potansiyel ev sahibi havuzunu genişletti. Daha doğrudan bir müdahale olarak, yerel yönetimlerin sıkıntılı müteahhitlerden satılmamış evleri satın alarak bunları uygun fiyatlı konutlara dönüştürme planlarına ilişkin adımlar attı. Kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından desteklenen ve kamu bankaları tarafından finanse edilen bu yaklaşım, konut envanteri bolluğunu azaltmaya yönelik koordineli bir çabayı yansıtıyor.

Buna rağmen 2024 de Çin için iyi başlamadı. SteelOrbis'e göre Ocak-Mart 2024 döneminde Çin'in gayrimenkul yatırımları 2023 yılının ilk çeyreğine kıyasla %9.5 azalarak 2.2 trilyon RMB'ye (0.31 trilyon \$) geriledi. Söz konusu dönemde ülkedeki toplam inşaat alanı bir önceki yılın aynı dönemine göre %11.1 oranında azaldı. İnşaat halindeki yeni alan da ilk çeyrekte yıllık bazda %27.8 oranında düşüş sergiledi. Çin'de satılan yeni ticari gayrimenkullerin alanı da bir önceki yılın aynı dönemine göre %19.4 azaldı ve 226.7mn m2 olarak gerçekleşti.

Çin'de Yeni Konut Başlangıçları ve HRC Fiyatları

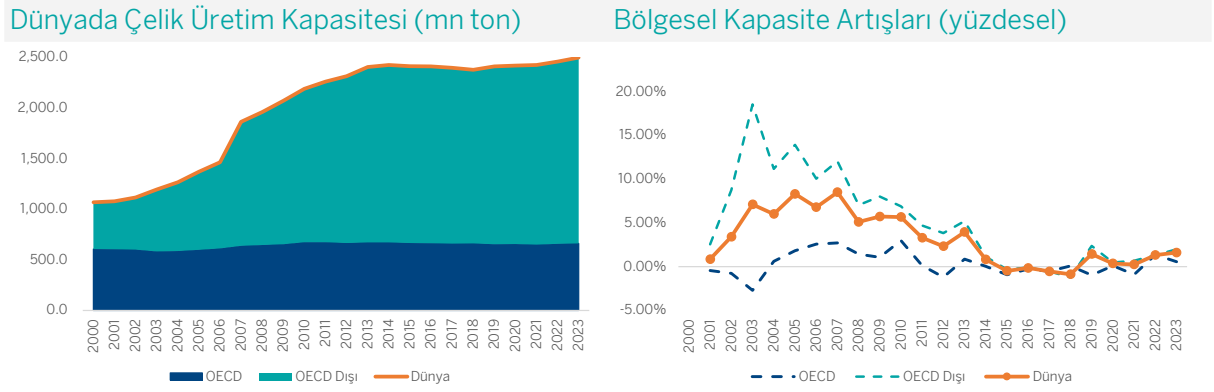


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Sonuç olarak hükümet desteğine rağmen Çin'in son 20 yıldaki büyüme döngüsüne -hızlı bir şekilde- geri dönmesi şu an için zor gözüküyor. Tüketici güveni düşük kalmaya devam ettiği ve yeni konut başlangıçlarında zayıf seyir değişmediği sürece sektör için pozitif olmaktan çekiniyoruz.

### Artan kapasite + düşük talep: Kapasite fazlası sorunu

Bozulan arz-talep dengesi üzerinden çelik fiyatlarını ve şirketlerin kârlılığını etkileyen en önemli konsept, kapasite fazlası konsepti. Dolayısıyla bu konuya ayrı bir başlık açmak istiyoruz. Kapasite fazlasının ilk adımını kapasite artışları oluşturuyor.



Kaynak: OECD, Garanti BBVA Yatırım

Küresel ham çelik üretim kapasitesi hızla artarak 2023 yılı sonunda 2,498mn metrik ton (mmt) gibi rekor bir seviyeye ulaştı. ASEAN, Orta Doğu ve Afrika ham çelik üretim kapasitelerini hızlı bir şekilde artırırken, Avrupa, Amerika ve Okyanusya'daki kapasite artışı daha sınırlı oldu. 2023'deki 57 mmt'luk kapasite artışı, küresel kapasitede son on yıldaki en yüksek yıllık hacim artışı anlamına geliyor. 2023'teki artışla birlikte kapasite fazlası 5 yıl art arda yükselmiş durumda. Karşılaştırma yapılırsa; sadece bu yılki küresel kapasite artışı, neredeyse Brezilya veya Almanya gibi bir çelik üreticisinin mevcut kapasite seviyesine eşit. Bölgesel gelişmeler Afrika, ASEAN ve Orta Doğu'da kapasite artışlarının en yüksek oranda olduğunu gösterirken, şu anda dünya kapasitesinin sırasıyla %54 ve %7'sini oluşturan en büyük iki çelik üreticisi ekonomi olan Çin ve Hindistan da genişlemeye katkıda bulunuyor.

Asya'daki yeni yatırımların çoğu geleneksel yüksek fırın/temel oksijen fırını (BOF) tesislerini kapsıyor. Diğer bölgelerde ise elektrik ark ocaklarına (EAF) odaklanan daha ılımlı kapasite artışları görülüyor. Ayrıca OECD verilerine göre dünya çapında yeni yenilikçi teknolojiler içeren 65 yeni düşük karbonlu çelik projesi gerçekleştiriliyor. Kapasite artışının 2023'ten 2025'e kadar toplamda 166.1 mmt'ye ulaşması bekleniyor (OECD).

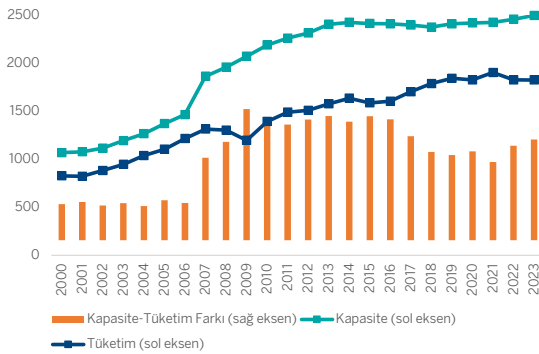


Çinli çelik şirketleri yurt dışında; özellikle ASEAN, Asya'nın diğer bölgeleri ve Afrika'da önemli yatırımlar gerçekleştiriyor. Çinli şirketlerin üçüncü ülkelerde sınır ötesi yatırımlar yoluyla gerçekleştirdikleri kapasite artışları, dünya genelinde yeni çelik üretim kapasitesine yapılan toplam sınır ötesi yatırımların %65.1'ini oluşturuyor. ASEAN'daki yatırımları ise bölgedeki toplam kapasite artışının %81'ine denk geliyor.

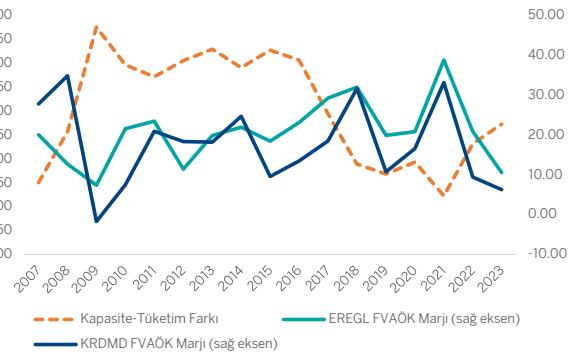
OECD'nin verilerine göre çelik sektöründe kapasite fazlası yeniden yükselişe geçmiş durumda. Bu yıl kapasite fazlasının, son çelik krizinin başladığı 2014 yılındaki kadar yüksek olması bekleniyor.

Üretim kapasitesindeki artışa paralel olarak kapasite fazlası da giderek tırmanıyor. OECD kapasite fazlası sorununun gelecekte devam etmesini bekliyor. Küresel çelik üretim kapasitesinin önümüzdeki üç yıl içinde (2024-2026) önemli ölçüde artacağı öngörülmekte olup, 46 mmt kapasite ilavesi kurulum aşamasında ve 78 mmt kapasite ilavesi de planlama aşamasında bulunuyor. Aynı zamanda küresel çelik talebindeki büyüme beklentileri, Çin'in çelik talebinde gayrimenkul sektörü kaynaklı sorunlar ve bu durumun ekonomi ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri nedeniyle baskılanmış gözüküyor.

Dünyada Kapasite Fazlası (mmt)



Kapasite Fazlası ve EREGL&KRDMD FVAÖK Marjı



Kaynak: OECD, Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

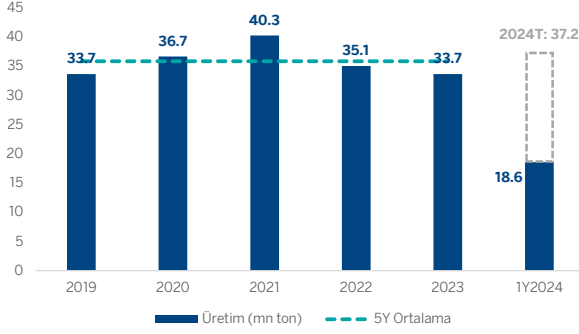
Küresel kapasite fazlası fiyatlar üzerinde baskı yaratan bir katalizör olduğundan, şirketlerin FVAÖK marjlarını etkileme potansiyeli taşıyor. Yukarıdaki grafiklerde görüleceği üzere kapasite fazlasındaki yükseliş, Erdemir ve Kardemir'in marjlarında zayıflıkla eşleşiyor.

Sonuç olarak hem Çin talebinde yaşanan zayıflığı hem de artan üretim kapasitelerini göz önünde bulundurarak; çelik fiyatları için projeksiyonlarımızı yaparken fiyatlarda önemli bir iyileşme öngörmüyoruz. Ancak 2025 sonundan itibaren kademeli bir toparlanmayı fiyatlamalara yansıtıyoruz.

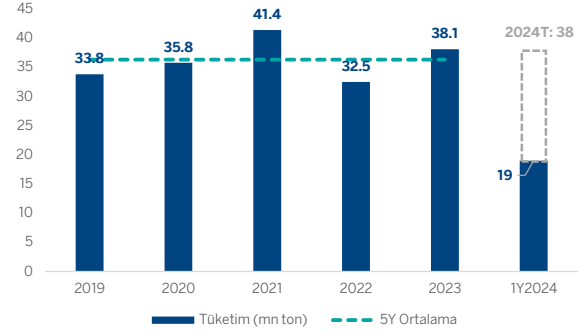
## Türkiye’de talep güçlü, yüksek faizler ise risk unsuru

2023 yıl sonunda ham çelik üretimi Kahramanmaraş depreminin de etkisiyle %4.0 azalışla 33.7mn ton seviyesine geriledi. Çelik tüketimi ise 2022’ye kıyasla %17.1 artış ile 38.1mn ton oldu.

### Türkiye Çelik Üretimi



### Türkiye Çelik Tüketimi

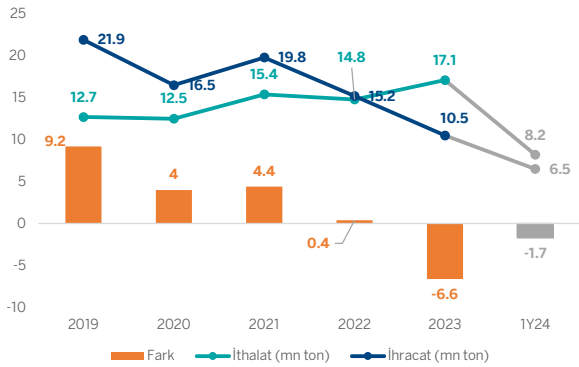


Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği, Garanti BBVA Yatırım

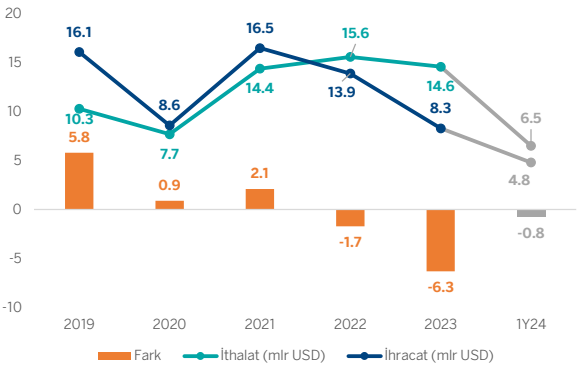
2023 yılında, 2022 yılına kıyasla ihracat, miktar itibarıyla %30.6 azalışla 10.5mn ton, değer itibarıyla ise %40.7 azalışla 8.3mlr dolar seviyesinde gerçekleşti. İthalat ise 2022 yılına kıyasla; miktar itibarıyla %15.5 artışla 17.1mn ton, değer itibarıyla %6.1 azalışla 14.6mlr dolar seviyesinde gerçekleşti.

Çelik ürünlerinde dış ticaret açığı 2022 yılındaki 1.7mlr dolar seviyesinden, 2023 yılında 6.3mlr dolar seviyesine yükseldi. Önceki 3 yılda Türkiye çelik ürünlerinde dış ticaret fazlası vermişti. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise, 2022 yılında %89.6 seviyesinden 2023 yılında %56.6 seviyesine geriledi.

### Çelik Ürünleri Dış Ticaret Dengesi (miktar)



### Çelik Ürünleri Dış Ticaret Dengesi (değer)



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği, Çelik İhracatçıları Birliği, Garanti BBVA Yatırım

Ürün bazlı ihracat rakamlarına bakıldığında; 6.7mn ton uzun çelik ihraç edilirken, 3.5mn ton yassı çelik ihracatı gerçekleştirildi. Uzun çelik ihracatının %50’sini inşaat çeliği, yassı çelik ihracatının %49’unu ise yassı sıcak çelik oluşturdu.

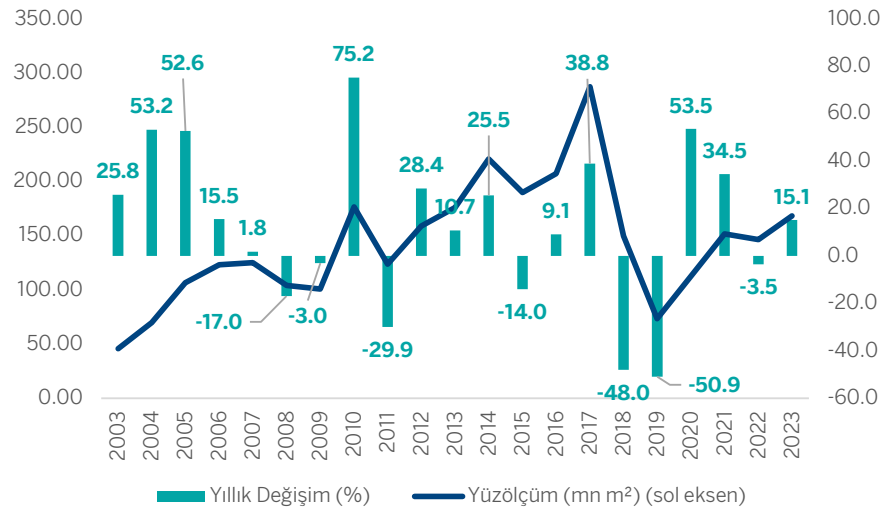
Türkiye Çelik İhracatı, Ürün Bazlı Kırılım

Uzun Çelik 6,753 bin ton		Yassı Çelik 3.528 bin ton	
Ürün Grubu	Yüzde	Ürün Grubu	Yüzde
İnşaat Çeliği	49.90%	Sıcak Yassı	49%
Profil	24.40%	Yassı Kaplama	28%
Filmaşın	10.70%	Soğuk Yassı	12%
Alaşımlı Çubuk ve Profil	3.70%	Alaşımlı Yassı	4%
Tel	3.60%	Paslanmaz Yassı	2.80%
Diğerleri	7.70%	Diğerleri	4.20%

Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye’de çelik talebi 2023 ve 2024’ün ilk yarısında güçlü kalmaya devam etti. Yıllık bazda inşaat izinlerine bakıldığında 2023’te %15’lik artış gözlemlendi. 128mn m<sup>2</sup>’den 140mn m<sup>2</sup>’ye ulaşan inşaat izni yüzölçümünü çelik sektörü için pozitif görmek mümkün.

Türkiye İnşaat İzinleri (mn m<sup>2</sup>)

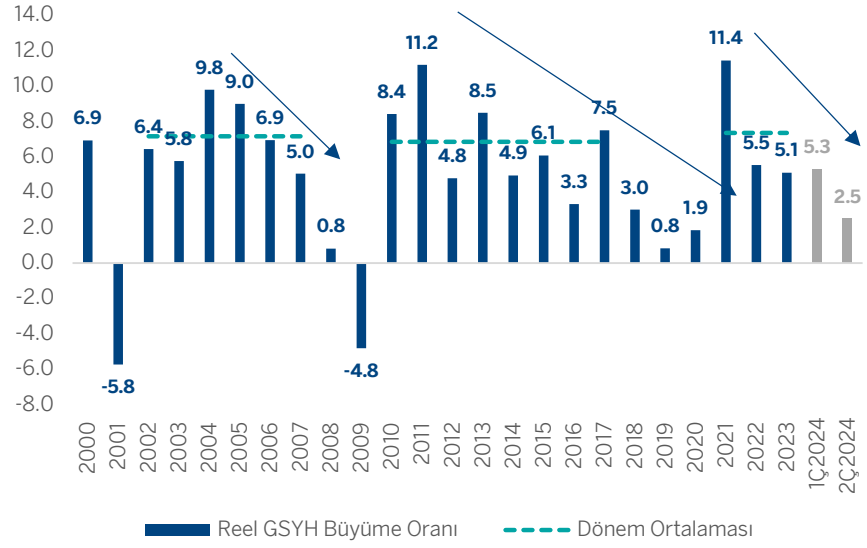


Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Diğer yandan artan faizlerin etkisinin hem konut piyasası hem de tüketici davranışı üzerinde etkisinin hissedileceği bir döneme geçiş yaptığımızı düşünüyoruz. Bu durumu göz önünde bulundurduğumuzda, faize bağlı olası talep daralmasını çelik üreticileri için olası riskler arasına koyuyoruz.

Aşağıdaki grafikte görüleceği üzere Türkiye’nin reel GSYH büyümesi yeni bir döngünün içerisinde. 2002-2008 ve 2010-2017 yılları arasında ortalama yaklaşık %7 büyüme kaydeden reel GSYH, 2018-2020 dönemindeki düşük büyüme rakamlarının ardından pandemi sonrası normalleşmeyle birlikte yeniden %7 ortalamasını yakaladı.

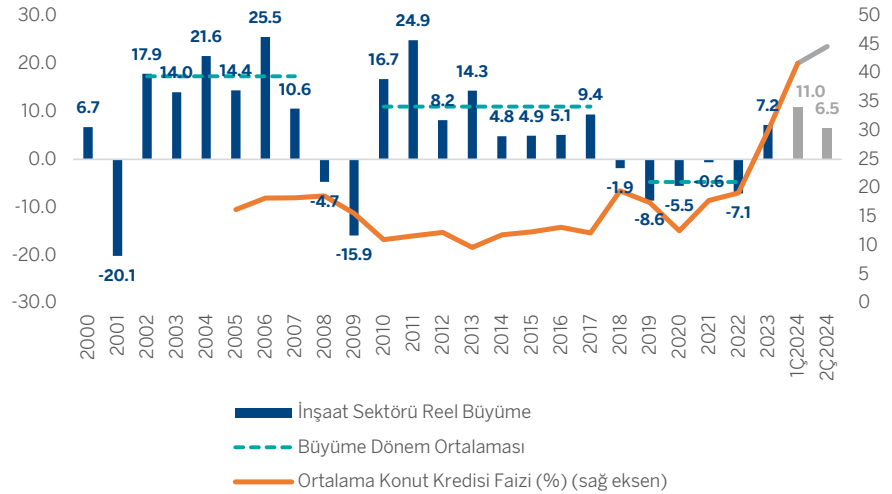
### Türkiye Reel GSYH Büyümesi



Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Diğer yandan 2001 ve 2009 yıllarında olduğu gibi negatif büyüme şokunun yaşandığı bir dönem izlemedik. Yüksek faiz ortamının bizi böyle bir durumun içine sokmasını beklemesek de 2018-2020 aralığında olduğu gibi düşük reel büyüme rakamlarıyla geride bırakacağımız bir dönem izleyebiliriz.

### İnşaat Sektörü Reel Büyümesi ve Konut Kredisi Faizleri



Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye'nin yüksek büyüme dönemlerinde inşaat sektörünün büyümeye öncülük eden sektörlerden biri olduğunu görüyoruz. Diğer yandan bu tablo 2018'den bu yana biraz daha farklılaşmış durumda. Özellikle pandemi sonrası normalleşme döneminde farklı sektörler büyümeye öncülük etti. 2023 yılında reel %7.2'lik büyümeye kapatan inşaat sektörü, faizlerin daha da artması nedeniyle yara alabilir. Her ne kadar kentsel dönüşüm projeleri ve yeni konut projelerinin tamamlanması ile konut arzının belli bölgelerde artması mümkün olsa da, 2010-2017 dönemindeki gibi %10-15 bandında konut kredisi faizinin olmadığını hatırlatmak istiyoruz. Bu yüzden 2017 dönemine benzer bir büyüme periyodu beklemiyoruz.

Endekse Paralel Getiri - 12A hedef fiyat: 57.54TL

➤ EREGL için 57.54TL hedef fiyat ve **Endekse Paralel** (EP) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımlarını kullanarak hesapladığımız hedef fiyat %12 getiri potansiyeli sunuyor.

**Ton başına FVAÖK hala sağlıklı seviyelerde.** 2024 ve 2025 için sırasıyla 95 ve 105\$ ton başına FVAÖK bekliyoruz. 2026'da sektörün toparlanacağı beklentisiyle ton başına FVAÖK'ü 148\$'a yükseltiyoruz.

**Yatırımlar devam ediyor.** Erdemir hem çelik hem de maden operasyonlarında yeni yatırımlarıyla dikkat çekiyor. Mevcut yatırımlar, halihazırda 9.5mn ton olan ham çelik üretim kapasitesinin 2030'a kadar 13mn tona çıkmasını ve bu süreçte karbon emisyonlarının azaltılmasını hedefliyor. Yatırımların kapsamında; peletleme tesisi, modernizasyon çalışmaları, karbon emisyonlarını düşürmeye yönelik geliştirme ve yeni uygulamalar yer alıyor. 2023'te 977mlr USD olan yatırım harcamalarının 2024'te 1.05mlr USD düzeyinde olmasını, 2025'te 850mn USD bölgesine inmesini, 2026'dan 2030 yılı sonuna kadar kademeli olarak 500mn USD'ye kadar normalleşmesini bekliyoruz. 2030 sonrasında planlı bakım ve onarım çalışmalarına ayrılacak şekilde 400mn USD'de sabit kalacağını düşünüyoruz.

**Peletleme fabrikası kârlılığa pozitif etki sağlayacak.** Her ne kadar piyasanın halihazırda fiyatladığını düşündüğümüz bir gelişme olsa da, şirketin kârlılığını etkileyecek önemli bir adım olduğu için değinmek istiyoruz. Erdemir 550mn USD değerinde yatırım ile peletleme tesisi kurarak pelet ihtiyacının çoğunluğunun yurt içi kaynaklardan karşılanmasını sağlayacak. 2026 sonunda tamamlanması öngörülen tesiste 100mn tonu aşkın pelet üretimi hedefleniyor. Peletleme tesisiyle birlikte EREGL ihtiyacı olan demir cevherinin %40'ını kendi sağlayabilecek(%15-20'sini sağlayabiliyordu). Erdemir'e de yıllık 200-250mn USD ilave brüt kârlılık kazandıracağını öngörüyoruz.

**Hisse geri alımları sürüyor.** Marjların zayıf olduğu ve yatırımcı ilgisinin BIST rölatif anlamda düşük kaldığı bu süreçte geri alım programının öneminin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Erdemir'in hisse geri alım programı ilk çeyreğin sonunda 1.0mlr TL'den (halka açık sermayenin % 3,9'una karşılık geliyor) 4mlr TL'ye yükseltildi. Erdemir en son 13 Mart 2024'te gerçekleştirdiği 4.42mn nominal geri alımla birlikte toplamda 31.2mn lot geri alım gerçekleştirdi. Alımların ortalama fiyatı 38.33TL olurken, büyüklüğü 1.2mlr TL'ye (payların sermayeye oranı %0.892) ulaştı.

**Altın madeni merak konusu olmaya devam ediyor.** Şirketin bağlı ortağı Ermaden'in Sivas'ta yer alan demir cevheri maden sahasında altın madenine rastlandı. EREGL, rezerv miktarının ölçümlenebilmesi amacıyla Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) standartlarında rezerv tespit çalışmasının başladığını bildirdi. Konuya, mevcut belirsizlik nedeniyle değerlememizde herhangi bir yer vermiyor, yukarı yönlü bir risk unsuru olarak görüyoruz.

**Riskler:** 1) Çin'de 2026'dan itibaren beklediğimiz normalleşmenin gecikmesi ve düşük fiyatlarla artmaya devam eden Çin çelik ihracatı 2) Küresel anlamda faiz indirim döngüsüne girilmiş olsa da yüksek faizlerin etkisinin gecikmeli hissedilmesi, buna bağlı olarak küresel resesyon senaryosu 3) Peletleme tesisinde ya da yeni ark fırınlarının devreye alınmasında olası gecikmeler 4) Karbon vergisine bağlı olası marj daralmaları 5) Altın madeni beklentilerinin sonlanması 6) Sektörün zayıf kalmasına bağlı olarak borçlulukta artışın devam etmesi

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL51.15	TL57.54	12%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL179,025mn	USD5,253mn	TL240,781mn

#### Hisse Senedi Bilgileri (24.09.2024)

Bloomberg/Reuters:	EREGL.TI / EREGL.IS		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	2%	3%	-7%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	36.75 / 59.4		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	6,207.4		
YBB TL Getiri:	26%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.82		
BIST-100'deki ağırlığı	2.11%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	3,500.0		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	19%	28%	

#### Kısaca Şirket

Erdemir, yassı çelik üretmek amacıyla 1960 yılında özel bir yasayla kuruldu. Uluslararası kalite standartlarında levha, sıcak ve soğuk haddelenmiş sac ile kalay, krom ve çinko kaplamalı sac üreten Erdemir; otomotiv, beyaz eşya, boru profil, haddeçilik, genel imalat, elektrik-elektronik, makine, enerji, ısı gereçleri, gemi inşa, savunma, ambalaj gibi sektörlerle girdi sağlamaktadır.

#### Ortaklık Yapısı

Ataer Holding	49.29%
Halka Açık	46.74%
Erdemir hisseleri	3.97%

#### Özet Finansallar

	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar (TLmn)	127,783	147,900	205,496	243,450
Yıllık Değişim	365%	16%	39%	18%
FVAÖK (TLmn)	26,655	15,573	25,973	35,648
Yıllık Değişim	388%	-42%	67%	37%
Net Kar (TLmn)	18,005	4,033	12,101	14,174
Yıllık Değişim	443%	-78%	200%	17%
FVAÖK marjı	20.9%	10.5%	12.6%	14.6%
Net Kar marjı	14.1%	2.7%	5.9%	5.8%
F/K (x)	9.9	44.4	14.8	12.6
FD/FVAÖK (x)	9.0	15.5	9.3	6.8
FD/Net Satışlar (x)	1.88	1.63	1.17	0.99
Hisse Başına Kar(TL)	5.14	1.15	3.46	4.05
Hisse Başına Temettü	0.00	0.50	0.86	1.01
Temettü Verimi	0.0%	1.0%	1.7%	2.0%
Özkaynak karlılığı	62%	14%	39%	44%

#### Analist: Cenk Özdemir

+90 212 384 11 19

[cozdemir@garanti.com.tr](mailto:cozdemir@garanti.com.tr)

## ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
<b>Net Satışlar</b>	<b>127,783</b>	<b>147,900</b>	<b>205,496</b>	<b>243,450</b>
Satışların Maliyeti	-102,244	-133,658	-182,513	-215,297
<b>Brüt Kâr/Zarar</b>	<b>25,539</b>	<b>14,242</b>	<b>22,982</b>	<b>28,154</b>
Faaliyet Geliri	23,161	10,201	17,128	20,812
Amortisman	3,494	5,373	8,845	14,835
<b>FVAÖK</b>	<b>26,655</b>	<b>15,573</b>	<b>25,973</b>	<b>35,648</b>
Net Diğer Gelir/Gider	418	2,948	4,481	5,602
İştiraklerden Gelir/Gider	73	78	94	113
Net Finansal Gelir/Gider	-1,539	-4,390	-4,976	-6,850
<b>Vergi Öncesi Kâr/Zarar</b>	<b>22,112</b>	<b>8,837</b>	<b>16,727</b>	<b>19,676</b>
Vergi	-3,459	-4,508	-4,182	-4,919
Azınlık Payları	648	296	444	583
<b>Net Kâr</b>	<b>18,005</b>	<b>4,033</b>	<b>12,101</b>	<b>14,174</b>
Brüt Kâr Marjı	20.0%	9.6%	11.2%	11.6%
FVAÖK Marjı	20.9%	10.5%	12.6%	14.6%
Net Kâr Marjı	14.1%	2.7%	5.9%	5.8%
Satış Büyümesi	87%	16%	39%	18%
EBITDA Büyümesi	1%	-4.2%	6.7%	37%
Net Kâr Büyümesi	16%	-78%	200%	17%
<b>Bilanço</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>80,656</b>	<b>134,518</b>	<b>180,621</b>	<b>228,979</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	15,186	24,073	58,947	82,527
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	15,602	20,353	26,096	31,108
Stoklar	44,152	67,277	70,294	83,128
Diğer Dönen Varlıklar	5,715	22,815	25,284	32,216
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>94,237</b>	<b>175,515</b>	<b>261,640</b>	<b>345,230</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>174,894</b>	<b>310,033</b>	<b>442,260</b>	<b>574,209</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>35,909</b>	<b>89,292</b>	<b>110,512</b>	<b>126,453</b>
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	21,172	56,761	75,952	87,442
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	11,228	23,427	22,833	27,050
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,508	9,104	11,727	11,961
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>20,323</b>	<b>29,213</b>	<b>86,651</b>	<b>120,772</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	8,408	10,980	43,235	67,426
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,914	18,233	43,416	53,346
<b>Özkaynaklar</b>	<b>118,662</b>	<b>191,529</b>	<b>245,098</b>	<b>326,984</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>174,894</b>	<b>310,033</b>	<b>442,260</b>	<b>574,209</b>
<b>Özet Nakit Akım Tablosu</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
FVAÖK	26,655	15,573	25,973	35,648
İşletme Sermayesi Değişimi	14,885	15,676	9,354	13,629
<b>Faaliyetlerden Nakit Akımı</b>	<b>22,225</b>	<b>16,908</b>	<b>46,299</b>	<b>43,433</b>
Sermaye Yatırımları	-11,345	-22,765	-34,919	-35,364
<b>Yat. Faaliyetlerinden Nakit Akımı</b>	<b>-12,412</b>	<b>-27,330</b>	<b>-30,438</b>	<b>-29,762</b>
Ödenen Temettü	-16,205	-3,630	-3,025	-3,543
Net Borç Değişimi	20,908	27,374	20,557	12,518
<b>Fin. Faaliyetlerden Nakit Akımı</b>	<b>-17,816</b>	<b>19,308</b>	<b>16,928</b>	<b>9,492</b>
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	23,190	15,186	24,073	56,862
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	15,186	24,073	56,862	80,025
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Net Borç/FVAÖK (x)	0.5	2.8	2.3	2.0
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.1	0.2	0.2	0.2
Yatırım Harcamaları/Satışlar (%)	9%	15%	17%	15%
İş. Ser. Değişimi/Satışlar (%)	12%	11%	5%	6%
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	17%	5%	5%	5%
ROIC (%)	23.1%	8.4%	8.7%	7.7%

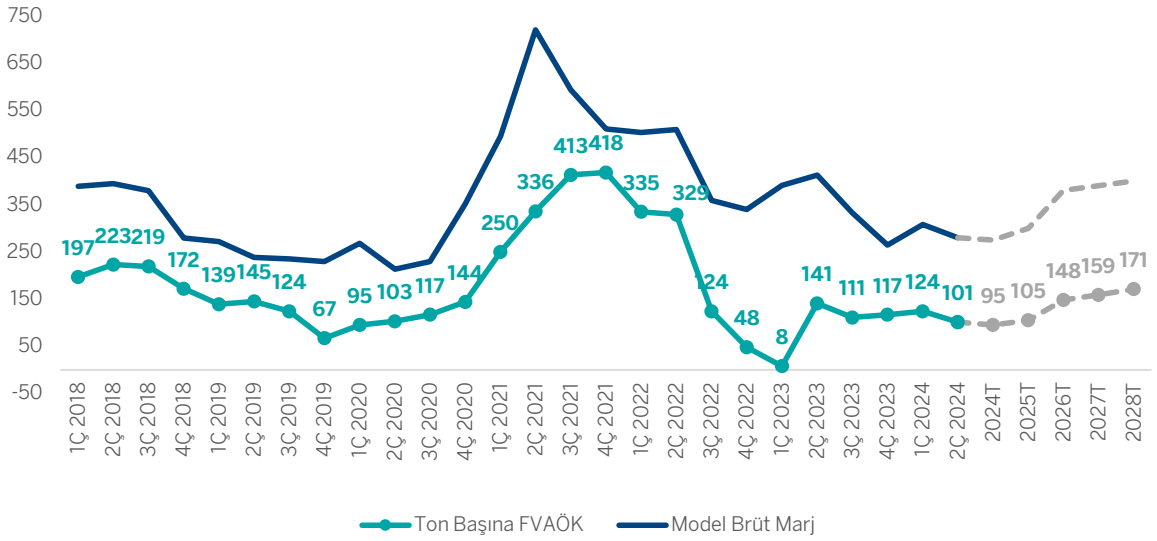
Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

## Yatırım Tezi

### Ton Başına FVAÖK hala sağlıklı seviyelerde

Sektör kısmında vurguladığımız küresel anlamda yaşanan arz-talep dengesizliklerine rağmen EREGL 2023'ten bu yana 100\$'ın üzerinde ton başına FVAÖK'e sahip olmaya devam ediyor. Mevcut ortamda 100\$ bölgesinde ton başına FVAÖK'ü, özellikle Avrupalı üreticilerle kıyasladığımızda şirket için sağlıklı buluyoruz. 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla 95\$ ve 105\$ ton başına FVAÖK projeksiyonunda bulunuyoruz. Sonraki yıllarda ton başına FVAÖK'ü kademeli olarak iyileştiriyoruz.

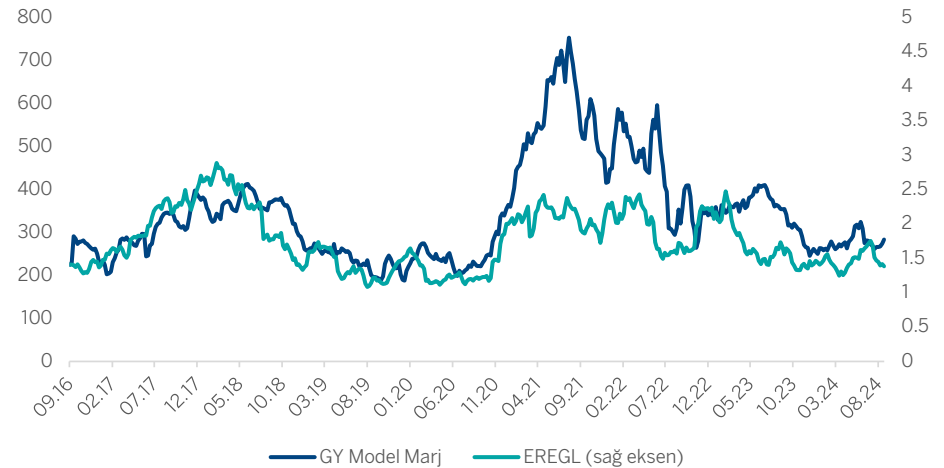
EREGL Ton Başına FVAÖK ve Brüt Marj (\$)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Aşağıdaki grafikte de görüleceği üzere EREGL için oluşturduğumuz marj modelimiz hisse fiyatı ile güçlü bir ilişki içerisinde. Hisse fiyatında dolar bazlı önemli bir hareket izlenmesi için marj modelimizde de trendin yeniden yukarı dönmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Brüt Marj ve Hisse Performansı (USD)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

## Üretim kapasitesinin artması hedefleniyor

Erdemir (EREGL) çelik üretim operasyonlarını Ereğli Demir Çelik ve İskenderun Demir Çelik üzerinden olmak üzere 2 farklı koldan gerçekleştiriyor.

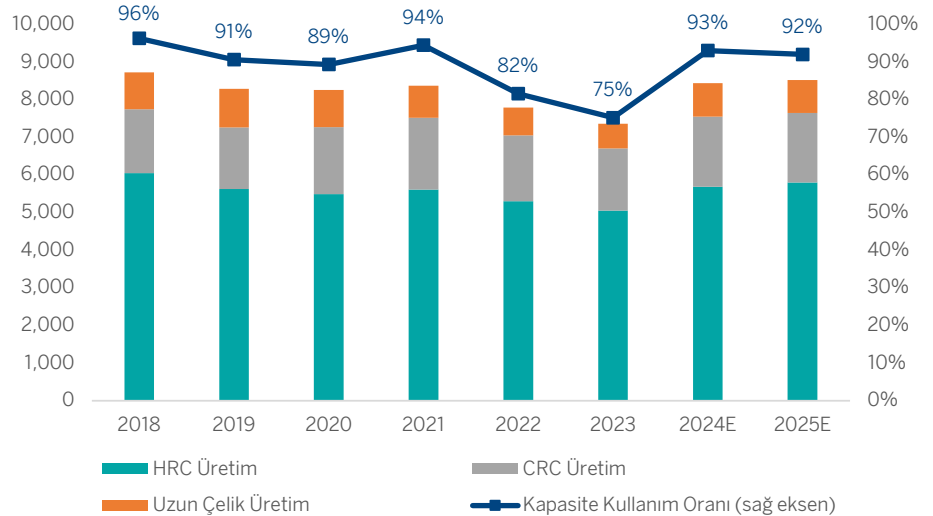
**Ereğli Demir Çelik:** 2 yüksek fırınıyla Türkiye'nin en büyük entegre yassı çelik üreticisi olarak faaliyet gösteriyor. Yaklaşık 4mn ton ham çelik ve 5mn ton nihai ürün kapasitesine sahip.

**İskenderun Demir Çelik:** Yıllık; 5.8mn ton sıvı çelik, 3.5mn ton yassı ürün, 0.6mn ton kangal ve 2.5mn ton kütük nihai ürün üretim kapasitesine sahip. Türkiye'nin aynı anda hem uzun hem de yassı ürün üretebilen tek entegre çelik tesisi olma niteliği taşıyor.

EREGL 2023'te toplam 7.3mn ton sıvı çelik üretimi gerçekleştirirken, toplamda 6.7mn ton yassı çelik, 652bin ton da uzun çelik üretimi gerçekleştirildi. Satışlar da yassı ve uzun çelik için sırasıyla 6.68mn ve 649bin ton oldu. Üretim ve satışlar 2022'ye kıyasla ~%5.5 gerilemiş oldu. Bu gerilemenin temel nedeni şirketin İskenderun operasyonlarını olumsuz etkileyen Kahramanmaraş depremiydi. Ham çelik kapasite kullanım oranı deprem nedeniyle %75'e geriledi. Diğer yandan şirket bu yılın ilk yarısında %93 kapasite kullanım oranına ulaşmayı başardı, yani deprem sonrası üretimde beklenen normalleşme gerçekleşti. Biz de modelimizde ham çelik kapasite kullanım oranını 2024'te %93, sonrasında ise son 10 yıl ortalaması olan %92 olarak öngörüyoruz.

Erdemir'in toplam ham çelik üretim kapasitesinin 2030 yıl sonuna kadar ark fırınlarıyla birlikte 9.5mn tondan 13mn tona çıkması hedefleniyor. 2028'de ilk ark fırının devreye alınması, 2030 sonunda da diğer fırının faaliyete geçmesi öngörülüyor. Bu yüzden modelimizde üretim projeksiyonlarını yaparken 2029 yıl sonunda üretim kapasitesini 11mn tona, 2030 sonunda 13mn tona yükseltiyoruz. 2030 sonrasında ise kapasiteyi sabit kullanıyoruz.

EREGL Çelik Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranları (bin ton)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım



## Uzun vadeli yatırım harcamaları devam ediyor

Erdemir hem çelik hem de maden operasyonlarını yeni yatırımlarla geliştirmeyi hedefliyor. Yatırımların kapsamında peletleme tesisi ve karbon emisyonlarını düşürmeye yönelik geliştirme ve yeni uygulamaların yanında, mevcut tesislerin modernizasyon çalışmaları yer alıyor.

### Peletleme tesisi

Erdemir, 550mn USD'lik yatırımla peletleme tesisi kurarak kendi pelet ihtiyacının çoğunluğunun yurt içi kaynaklardan karşılanmasını sağlayacak. 2026 sonunda tamamlanması öngörülen tesis, grup şirketi Ermaden'in Bingöl-Avnik'teki maden sahasında kurulacak. Ermaden bölgede gerçekleştirdiği rezerv arama ve geliştirme çalışmaları neticesinde 250-300mn ton civarında manyetit demir cevheri kaynağı tespit etmiş, bunun sonucunda yılda 3mn ton zenginleştirme ve pelet üretim kapasiteli peletleme tesisi kurma kararı almıştı. Kurulacak tesiste söz konusu demir cevheri rezervi kapsamında 100mn tonu aşkın pelet üretimi hedefleniyor. Peletleme fabrikasının tamamlanmasıyla birlikte EREGL ihtiyacı olan demir cevherinin %40'ını kendi sağlayabilecek (%15-20'sini sağlayabiliyordu). Şirket, yatırımın yıllık 200-250mn USD ilave brüt kârlılık sağlayacağını öngörmektedir. Peletleme tesisi yatırımını projeksiyonlarımıza 2027'den sonra demir cevheri maliyetine yaklaşık %15'lik iskonto uygulayarak yansıtıyoruz.

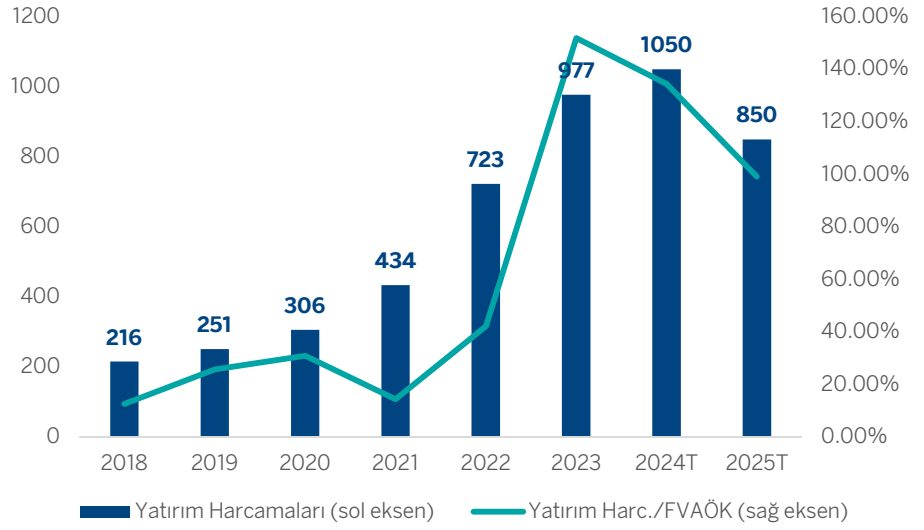
### Emisyon hedefleri için adımlar

EREGL 3.2mlr USD'lik yatırımla kapsam 1 ve kapsam 2 toplam emisyonları 2030 yıl sonuna kadar %25, 2040 yılına kadar %40 azaltmayı ve 2050 yılına kadar ise net sıfır olmayı hedefliyor. Sera gazı azaltım aksiyonları arasında aşağıdaki projeler yer alıyor. Yatırımlar için gerekli fonlamanın %70 ila 80'inin dış kaynaklardan sağlanacağı belirtiliyor.

- Elektrik Ark Ocağı Yatırımı
- Enerji Verimliliği Çalışmaları
- Güneş Enerji Santrali Yatırımları (toplam 1,710,000 MWh)
- Biyokütle Yatırımları
- DRI (Doğalgaz ve Yeşil Hidrojen ile) Yatırımları
- Karbon Yakalama ve Depolama

2023'te 977mlr USD olan yatırım harcamalarının 2024'te 1.05mlr düzeyinde olmasını, 2025'te 850mn USD bölgesine inmesini, 2026'dan 2030 yıl sonuna kadar kademeli olarak 500mn USD'ye kadar normalleşmesini bekliyoruz. 2030 sonrasında planlı bakım ve onarım çalışmalarına ayrılacak şekilde 400mn USD'de sabit kalacağını düşünüyoruz. Bu projeksiyonlarımıza altın rezervi konusuna ilişkin olası yatırım harcamalarını dahil etmediğimizi hatırlatmak isteriz.

EREGL Yatırım Harcamaları ve FVAÖK (mn USD)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

2023'te düşük kalan FVAÖK'ün de etkisiyle %150 olan yatırım harcamaları/FVAÖK oranının, 2024'te %134'e geri çekilmesini, 2025'te %100'ün altına gelerek projeksiyon dönemimizin sonunda %20 bölgesine gerilemesini bekliyoruz.

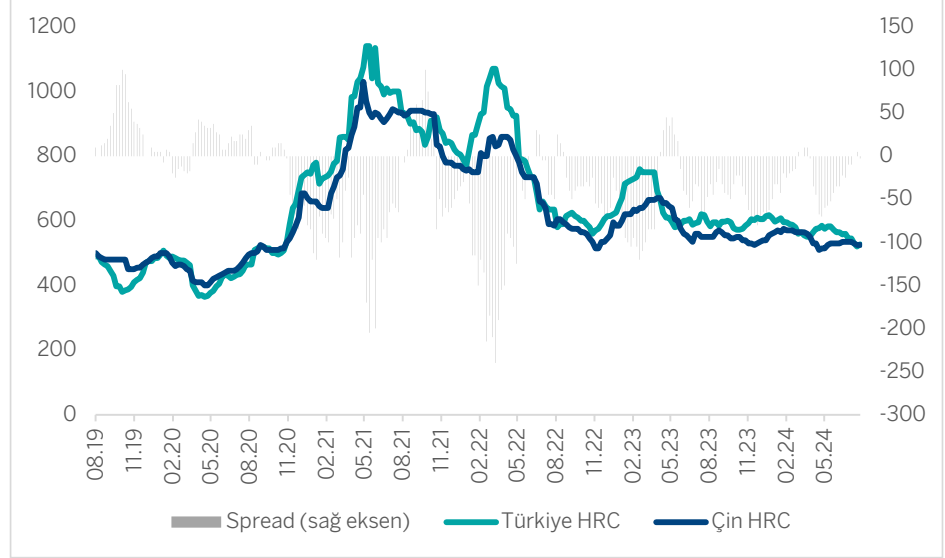
### Anti-damping pozitif etki potansiyeline sahip

Sektör raporunda vurguladığımız üzere Çin ve diğer Asya ülkeleri tarafından gerçekleştirilen düşük fiyatlı çelik ihracatları, başta Avrupa olmak üzere farklı bölgelerde satış fiyatlarının baskılanmasına neden oluyor. Avrupa Birliği'ne (AB) yapılan çelik ihracatı son üç yılda belirgin biçimde artış gösterdi. 2021 yılında 1.61mn ton olan ihracat rakamı 2022 ve 2023 yıllarında 3.18mn ton olarak gerçekleşti. Çelik üreticileri bu sorunla anti-damping soruşturması açarak mücadele ediyor.

Çelik üreticileri adına TÇÜD (Çelik Üreticileri Derneği) tarafından Ticaret Bakanlığı'na yapılan başvuru neticesinde 31 Ekim 2023 tarihinde Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli HRC ithalatına karşı anti-damping soruşturması başlatıldı. Yapılan açıklamada soruşturmanın bu yıl içerisinde sonlanmasının beklendiği belirtildi. Buna ek olarak EREGL'ye pozitif yansiyebileceğini düşündüğümüz iki farklı Anti-damping soruşturması daha bulunuyor.

Şirketler genelde anti-damping soruşturmaları sonrası uygulanan ithalat tarifelerinden, rakip şirketlerin ürünlerine %10-20 bandında bir vergi uygulanması sonrası fayda sağlayabiliyor. 2024'ün ilk yarısında Çin ihracat fiyatları Türkiye fiyatlarına kıyasla ortalama yaklaşık %5 iskontoluydu (~35 \$). Bu durum fiyatlardaki düzeltme etkisini bir miktar sınırlandırabiliyor.

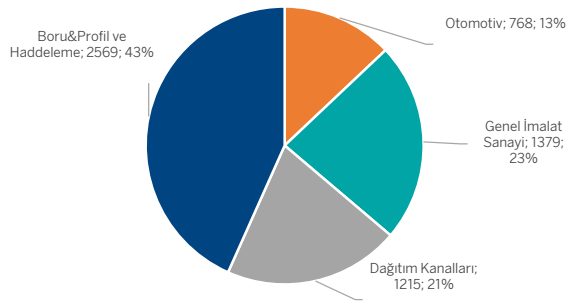
Çin (Shanghai İhracat) — Türkiye HRC Fiyat Farkı



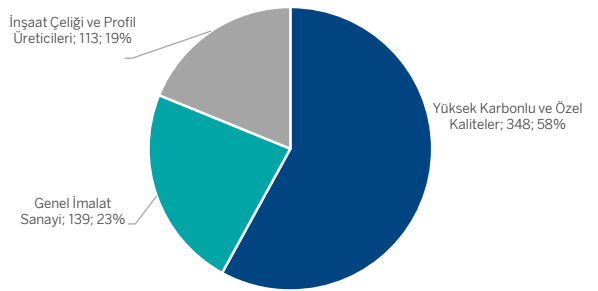
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Etkinin sınırlı kalmasına neden olabilecek bir diğer neden de “DİİB’li satış” olarak da adlandırılan “Dahilde İşleme Rejimi”. Dahilde İşleme Rejimi, ihracat yapan firmalar tarafından ihraç ürünleri üretmek için gerekli olan ve ithal edilen, bu yüzden de ithali gümrük vergisine tabi hammadde ya da girdilere gümrük muafiyeti getiren bir ihracatı teşvik sistemi. EREGL’nin ana ürünü olan yassı çeliğin satış dağılımına bakıldığında; boru profil ve haddeleme %43 ile en yüksek paya sahipken, genel imalat sanayi %23, dağıtım kanalları %21, otomotiv %13 olarak raporlanıyor.

2023 Yassı Mamül Yurt İçi Satışları (bin ton, %)



2023 Uzun Mamül Yurt İçi Satışları (bin ton, %)



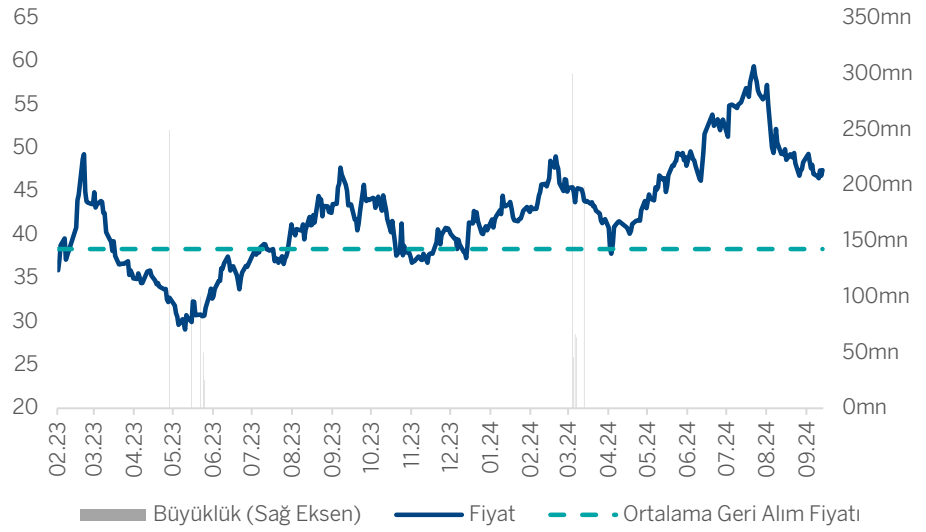
Kaynak: Şirket

İhracat odaklı sektörlerin EREGL’nin satışlarının içerisindeki payının yüksek olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Anti-dumping soruşturmalarının olası faydalarının daha da sınırlı olacağını ve şirketle görüşmelerimize de dayanarak bu faydaların soruşturmaların sürecine bağlı olarak ancak 2025 bilançosunda hissedilebileceğini düşünüyoruz.

## Gerı alımlar fiyata destek oluşturuyor

Kâr marjlarının Çin baskısı altında olduğu bu süreçte geri alım programının hisse fiyatı için öneminin yüksek olduğunu düşünüyöruz. Erdemir'in hisse geri alım programı ilk çeyreğin sonunda 1.0mlr TL'den 4mlr TL'ye yükseltildi. Erdemir en son 13 Mart 2024'te gerçekleştirdiği 4.42mn nominal geri alımla birlikte toplamda 31.2mn lot geri alım gerçekleştirdi. Alımların ortalama fiyatı 38.33TL olurken, büyüklüğü 1.2mlr TL'ye (payların sermayeye oranı % 0.892) ulaştı.

### EREGL Hisse Gerı Alımları ve Hisse Fiyatı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

## Altın üretimi merak konusu olarak kalıyor

Şirketin bağlı ortağı Ermaden'in Sivas'ta yer alan demir cevheri maden sahasında altın madenine rastlandı. EREGL, rezerv miktarının ölçümlenebilmesi amacıyla Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) standartlarında rezerv tespit çalışmasının başladığını bildirdi. Őu an için altın madeni konusuna mevcut belirsizlik nedeniyle değerlememizde herhangi bir yer vermiyor, konuyu Şirket için olası bir pozitif katalizör olarak yakından takip ediyoruz..

Rezerv tespitinin gerçekleştiği ve Şirketin üretim için gerekli izinleri aldığı olası bir senaryoda, kısa vadeli projeksiyonlarımızda yatırım harcamaları tarafında, uzun vadeli projeksiyonlarımızda ise Şirketin gelir modelinde önemli değişikliklere gitmemiz gerekebilir.

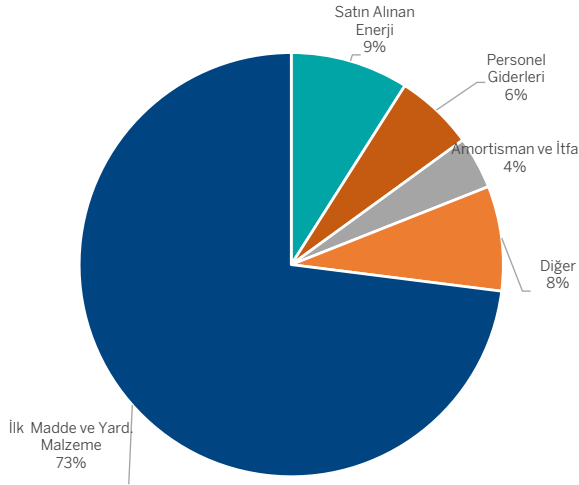
## Erdemir'de Üretim

### Kömür ve Peletin Tesislere Gelişi

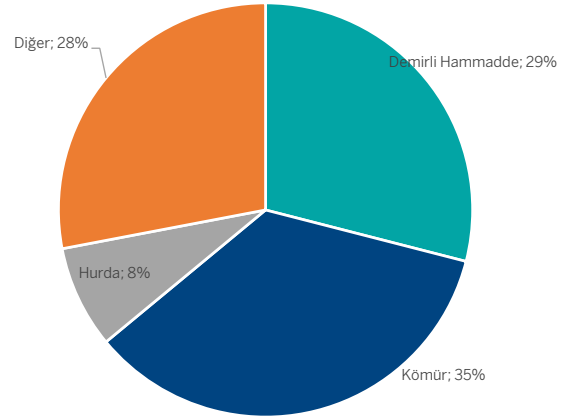
Erdemir'in üretim sürecinin ana ham maddeleri (ve en büyük maliyetleri) olan demir cevheri ve kömür deniz yolu ve demir yolu vasıtası ile Erdemir ve İsdemir tesislerine gelir. Ham maddenin tesislere getirilmesiyle birlikte üretim süreci başlamış olur.

- 2023 yılında şirketin maliyetlerinin %73'ünü ham maddeler oluştururken, %9 enerji, %6 personel, %4 amortisman ve itfa, %8 ise diğer maliyetler bulunmaktadır.
- %73'lük ham madde maliyetinin; %35'ini kömür, %29'unu demirli ham maddeler, %8'ini ise hurda oluşturmuştur (kalan %28, diğer).

2023 EREGL Maliyet Kırılımı



2023 EREGL İlk Madde ve Yard. Malz. Kırılımı



Kaynak: Şirket

Kömür, koklaştırma süreci için kok fabrikalarına; pelet ise yüksek fırınlarda kullanılabilmesi için sinterleştirmek amacı ile sinter fabrikasına iletilir.

### Kok ve Sinter Fabrikaları

Kok fabrikası taşınan kömür, fırınlara şarj edilerek yüksek sıcaklıkta ve oksijensiz ortamda koka dönüştürülür, böylelikle yüksek fırınların ihtiyacı olan kok üretilir.

Sinter fabrikasında; toz cevher, demirli baca tozları ve tufal; yüksek fırınların kullanılabileceği ebata getirilerek sinter üretilir ve yüksek fırınlara gönderilir.

### Yüksek Fırınlr, Çelikhane ve Döküm Tesisleri

Yüksek fırınlar sıvı ham demir üretir. Sıvı ham demir üretimi için; demir cevheri, sinter, pelet ve kok girdi olarak kullanılır. Üretilen sıvı ham demir cüruftan (atık) arındırılarak torpidolara alınır.

Torpidolardaki sıvı ham demir kükürt giderme tesislerinde kükürdü giderildikten sonra üretime girmek üzere çelikhaneye nakledilir. Çelikhane; sıvı ham demir, hurda ve istenilen kaliteye göre farklılık gösteren çeşitli alaşım elementleri kullanılarak saf oksijen üfleme yöntemi ile sıvı ham demirdeki karbon oranı düşürülür, böylelikle sıvı ham demir, sıvı çeliğe dönüştürülür.

Üretilen sıvı çelik sürekli döküm tesislerinde kalıplara kesintisiz olarak dökülüp, istenilen ebatlarda katılaştırılarak yarı mamuller olan slab veya kütük haline getirilir. Bu yarı mamuller ham çelik olarak sınıflandırılır.

### Haddeleme

Şekillendirilen çelik, slab ise sıcak haddehanelere; kütük ise kangal haddehanesine gönderilir. Slabtan yassı sıcak ürünler olan bobin ve levha, kütükten ise uzun ürün olan kangal üretilir. EREGL'nin 2023'te ham çelik üretiminin %91'ini yassı nihai mamülle sonuçlanan slab, %9'unu ise uzun nihai mamul ile sonuçlanan kütük oluşturmuştur.

### Yassı ve Uzun Ürünler

Sıcak haddehanede üretilen bobinler, soğuk haddehanede (oda sıcaklığında) haddelenerek daha da ince hale getirilerek soğuk ürün elde edilir. Soğuk ürün, talebe göre galvanizli, ya da kalay-krom kaplı ambalaj çeliği haline getirilir. Tesislerde üretilen ürünler deniz yolu, demir yolu ve kara yolu ile müşterilere ulaşır.

## Yatırım

## Değerleme

EREGL için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımlarını kullandık. Her iki yöntemde de eşit ağırlık verdik. Değerlememize göre 12 aylık hedef fiyat 57.54 TL ile %12 getiri potansiyeli sunuyor.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Değer (mn USD)	Ağırlık	Hedef Değer (mn USD)
İNA Analizi	5155	50%	2577
Çarpan Analizi	4131	50%	2066
<b>Hedef Şirket Değeri (mn USD)</b>			<b>4643</b>
Piyasa Değeri (mn USD)			5253
<b>12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı (TL)</b>			<b>57.54</b>
Hisse Fiyatı (TL)			51.15
<b>Getiri Potansiyeli</b>			<b>12%</b>

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

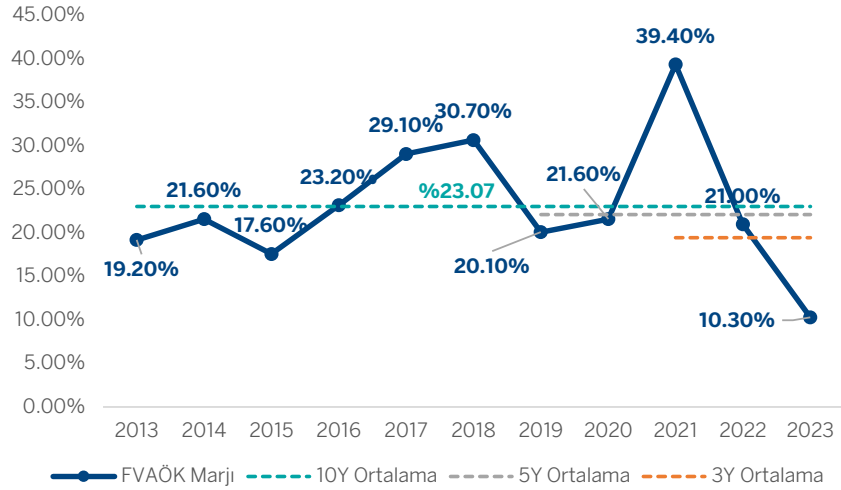
2024-2033 yıllarını kapsayan 10 yıllık İNA değerlendirme modellememizde nihai büyüme oranını %2 olarak kullandık. 10 yıllık Türkiye hazine Eurobondu getirisinden faydalanarak risksiz faiz oranını %7.0 olarak belirledik. Piyasa risk primini %5, hissenin 2 yıllık betasını 0.82 kabul ederek özsermaye maliyetini %11.1 olarak hesapladık. Şirketin Eurobond ihracına bağlı olarak %8.6 olarak aldığımız borç maliyetiyle birlikte ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetini projeksiyon dönemi boyunca %10.4 olarak belirledik.

## İNA Özeti

ABD\$m	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	Terminal
<b>Net Satışlar</b>	6,179	5,852	6,415	6,662	6,823	7,952	8,029	9,445	9,453	9,460	
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>515</b>	<b>500</b>	<b>806</b>	<b>875</b>	<b>986</b>	<b>1,400</b>	<b>1,527</b>	<b>1,979</b>	<b>1,978</b>	<b>1,972</b>	
Vergi	-129	-125	-201	-219	-247	-350	-382	-495	-495	-493	
Amortisman	266	357	407	435	425	417	378	368	384	405	
İşletme Sermayesindeki Değişim	-281	-328	-416	-361	-313	-372	-453	-408	-371	-340	
Yatırım Harcamaları	-1,050	-850	-750	-700	-650	-550	-500	-400	-400	-400	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-679</b>	<b>-446</b>	<b>-154</b>	<b>31</b>	<b>202</b>	<b>545</b>	<b>570</b>	<b>1,044</b>	<b>1,097</b>	<b>1,144</b>	<b>13,814</b>
<b>FVAÖK</b>	<b>781</b>	<b>857</b>	<b>1,213</b>	<b>1,310</b>	<b>1,411</b>	<b>1,817</b>	<b>1,905</b>	<b>2,347</b>	<b>2,362</b>	<b>2,377</b>	
<b>FVAÖK Marjı</b>	<b>12.6%</b>	<b>14.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.7%</b>	<b>20.7%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.7%</b>	<b>24.8%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.1%</b>	
<b>AOSM Varsayımları</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	<b>2029T</b>	<b>2030T</b>	<b>2031T</b>	<b>2032T</b>	<b>2033T</b>	<b>Terminal</b>
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%
Beta	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
Özsermaye Maliyeti	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
Borçlanma Maliyeti	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>AOSM</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>
İskonto Faktörü	0.97	0.88	0.80	0.72	0.65	0.59	0.54	0.49	0.44	0.40	0.40
Nihai Büyüme Oranı	2%										
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	<b>-661</b>	<b>-393</b>	<b>-123</b>	<b>22</b>	<b>132</b>	<b>323</b>	<b>306</b>	<b>507</b>	<b>482</b>	<b>455</b>	
<b>Varsayım ve Sonuçlar (mn USD)</b>											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	1,050										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	5,498										
<b>Firma Değeri</b>	<b>6,548</b>										
Net Nakit (2Ç24)	-1,881										
<b>12A Hedef Değer</b>	<b>5,155</b>										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

### EREGL FVAÖK Marjı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

2030 yılında FVAÖK marjını şirketin son 10 yıl ortalaması olan %23'e yakınsadık, yatırımlarla birlikte 2030'dan sonra iyileşeceğini ve %25'e yükseleceğini varsaydık.

### ÇARPAN ANALİZİ

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	FD/FVAÖK	
			2025T	2026T
BlueScope Steel Ltd	Avustralya	6,000	5.7	4.6
voestalpine AG	Avusturya	4,217	3.4	3.3
Stelco Holdings Inc	Kanada	2,626	7.0	6.5
Xinxing Ductile Iron Pipes Co Ltd	Çin	1,711	8.7	8.3
Steel Authority of India Ltd	Hindistan	6,397	7.8	6.6
Godawari Power and Ispat Ltd	Hindistan	1,486	8.5	8.0
ArcelorMittal SA	Lüksemburg	19,860	3.4	3.2
Industrias CH SAB de CV	Meksika	4,289	5.0	5.4
POSCO Holdings Inc	Güney Kore	5,919	6.5	5.5
Hyundai Steel Co	Güney Kore	2,469	4.9	4.8
Cleveland-Cliffs Inc	ABD	5,528	5.3	5.1
United States Steel Corp	ABD	8,150	5.7	4.9
Nucor Corp	ABD	33,745	7.2	6.6
<b>Ortalama</b>			<b>6.1</b>	<b>5.6</b>
EREGL Çarpanlar			6.8	4.1
Prim/İskonto			10.9%	-27.5%
EREGL için Hesaplanan Değerler (mn USD)			3335	4927
<b>EREGL için Hesaplanan Ortalama Değerler (mn USD)</b>				<b>4,131</b>

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Mevcut konjonktürde çelik şirketlerinde fiyatlamalar bölgesel dinamikler dolayısıyla birbirinden oldukça farklılaşmış durumda.

- Avrupa'da enerji maliyetlerindeki yükselişin yanında; sıfır karbon dönüşümü, yüksek yatırım harcamaları ve politika belirsizliği ile ilgili endişeler sektör üzerinde baskı oluşturduğundan Avrupalı çelik isimleri tarihi seviyelere kıyasla iskontolu işlem görüyor.
- Diğer taraftan Hindistan, Brezilya ve ABD gibi ülkelerde görünüm daha farklı. Hintli çelik üreticileri önümüzdeki birkaç yıl boyunca güçlü bir büyüme potansiyeli sunmaya devam ediyor. Talepteki büyüme büyük ölçüde Hindistan'ın sanayileşmesinden kaynaklanırken uzun vadede hükümetin altyapı harcamaları ve özel yatırımlardaki toparlanma pozitif bir görüntü çiziyor.

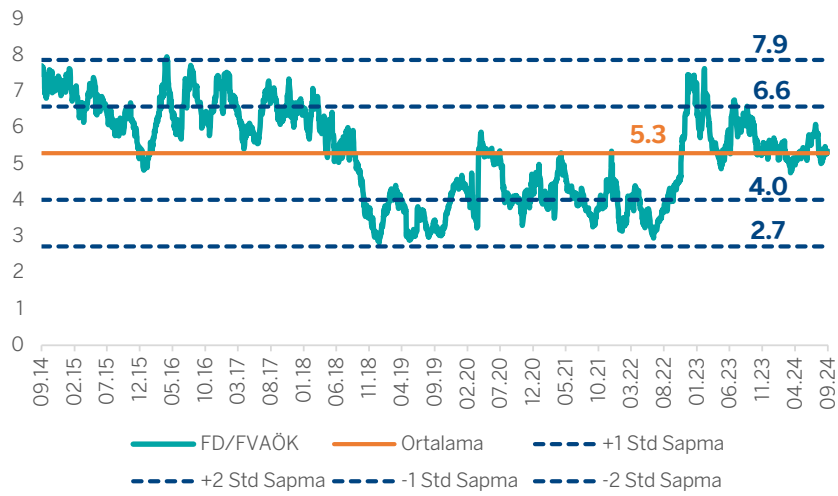


- ABD'de ise güçlü anti-damping uygulamaları Çin'i pazardan uzak tutuyor ve çelik üreticilerini korumaya yetiyor.

Diğer yandan yukarıdaki benzer şirket çarpanlarının, beklediğimiz toparlanma dönemi ile birlikte Erdemir için adil bir değerlendirme sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Aşağıdaki grafikte de görüleceği üzere EREGL'nin son 10 yıllık ileri dönük FD/FVAÖK ortalamasını 5.3x olarak hesaplıyoruz. 2025'te sektörün toparlanacağı beklentisiyle, FD/FVAÖK'ün ortalama ve +1 standart sapma (6.6x) arasında, ~6x seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

EREGL İleri Dönük FD/FVAÖK



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

## EK-1: EREGL Model Varsayımları

Üretim ve Fiyat Varsayımları		2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Üretim	Üretim Kapasitesi (bin ton)	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
	Kapasite Kullanım Oranı	93.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%
	Toplam Üretim (bin ton)	8882	8786	8786	8786	8786
Ürün Fiyatları (ton, USD)	Sıcak Haddelenmiş Yassı Çelik	706	685	746	769	784
	Soğuk Haddelenmiş Yassı Çelik	800	753	836	876	894
	Uzun Çelik	620	565	614	635	652
Ham Madde Fiyatları (ton, USD)	Demir Cevheri	105	90	100	105	105
	Kömür	245	215	220	230	235
Ton Başına FVAÖK		95	105	148	159	171

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

## EK-2: EREGL 2Ç24 Finansal Sonuçlar

Eregli Demir Çelik Özet Finansal Sonuçlar				Değişim				
(mn TL)	2Ç23	1Ç24	2Ç24	6A23	6A24	2Ç24/2Ç23	2Ç24/1Ç24	6A24/6A23
<b>Net Satışlar</b>	<b>37,346</b>	<b>49,748</b>	<b>50,470</b>	<b>63,620</b>	<b>100,218</b>	<b>35%</b>	<b>1%</b>	<b>58%</b>
Brüt Kar	3,627	7,029	6,237	4,753	13,266	72%	-11%	179%
Faaliyet Karı	2,530	5,528	4,265	2,909	9,794	69%	-23%	237%
<b>FVAÖK</b>	<b>3,823</b>	<b>7,517</b>	<b>6,388</b>	<b>5,213</b>	<b>13,905</b>	<b>67%</b>	<b>-15%</b>	<b>167%</b>
Net Diğer Gelir/Gider	697	3,282	291	754	3,574	-58%	-91%	374%
Yatırım Faal. Gelirler	-477	80	113	-534	192	a.d.	42%	a.d.
Finansal Gelirler (net)	-1,507	-2,571	-1,514	-1,900	-4,085	a.d.	a.d.	a.d.
<b>VÖK</b>	<b>1,260</b>	<b>6,363</b>	<b>3,221</b>	<b>1,246</b>	<b>9,584</b>	<b>156%</b>	<b>-49%</b>	<b>669%</b>
Vergi	-5,314	-516	1,321	-5,234	805	a.d.	a.d.	a.d.
<b>Net Kar</b>	<b>-3,999</b>	<b>5,601</b>	<b>4,386</b>	<b>-3,909</b>	<b>9,987</b>	<b>a.d.</b>	<b>-22%</b>	<b>a.d.</b>
Net Nakit	-32,521	-54,384	-61,756	-32,521	-61,756			
Çalışma Sermayesi	-62,773	-77,270	-84,466	-62,773	-84,466			
Özsermaye	156,693	214,113	222,816	156,693	222,816			
<b>Rasyolar</b>								
Brüt Kar Marjı	9.7%	14.1%	12.4%	7.5%	13.2%	2.6 puan	-1.8 puan	5.8 puan
Faaliyet Kar Marjı	6.8%	11.1%	8.5%	4.6%	9.8%	1.7 puan	-2.7 puan	5.2 puan
<b>FVAÖK Marjı</b>	<b>10.2%</b>	<b>15.1%</b>	<b>12.7%</b>	<b>8.2%</b>	<b>13.9%</b>	<b>2.4 puan</b>	<b>-2.5 puan</b>	<b>5.7 puan</b>
Net Kar Marjı	a.d.	11.3%	8.7%	a.d.	10.0%	a.d.	-2.6 puan	a.d.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 40.87 TL

➤ KRDMMD için 12 aylık 40.87TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları ve çarpan yaklaşımı kullanarak hesapladığımız hedef fiyatımız %59 getiri potansiyeli sunuyor.

**Maliyetlerde düşüş yılın ikinci yarısında hissedilecek.** Her ne kadar küresel demir cevheri ve kömür fiyatlarında yıl başından bu yana %30'un üzerinde geri çekilme yaşanmış olsa da, bu trend Kardemir'in maliyetlerine tam anlamıyla henüz yansımada. Diğer yandan, yılın ikinci yarısında stok etkisinin ortadan kalkması ve yurt içi cevher fiyatlarının "görece" normalleşmesiyle, 3. ve 4. çeyreklerde maliyetlerdeki düşüş etkisinin hissedileceğini düşünüyoruz. 1Ç24'ü 84\$, 2Ç24'ü ise 31\$ ton başına FVAÖK ile tamamlayan Kardemir'in yılı 74\$ ton başına FVAÖK ile geride bırakmasını bekliyoruz. 2025'te 93\$, 2026'da ise 103\$'a iyileşme öngörüyoruz. Sektördeki sancılı dönem geride bırakılana kadar 75-100\$ bandında açıklanacak ton başına FVAÖK rakamlarını, şirketin finansal yapısını ve gelecek planlarını bozmayacak rakamlar olarak değerlendiriyoruz.

**2025'te yeniden kâr bekliyoruz.** Bu yılın ikinci yarısında maliyetlerde beklediğimiz normalleşmenin sürmesi, hem küresel piyasalarda hem de yurt içinde faiz indirimlerinin başlaması&devam etmesi, Anti-dumping soruşturmalarının sonuçlanmasıyla birlikte Kardemir'in 2025'te yeniden kâra geçeceğini düşünüyoruz.

**Uzun vadede ürün kalitesinin artmasını bekliyoruz.** Kardemir ürün yelpazesindeki yüksek katma değerli; filmaşın ve çubuk, profil, demir yolu rayları ve tekerlekler gibi ürünlerin payını artırma çabasında. Bu çabanın sektörün de normalleşmesiyle birlikte, uzun vadede şirketin kâr marjlarına destek olmasını bekliyoruz. Ancak sektör normalleşmeye başladığında bu yatırımlara yönelik harcamaların masaya yatırılacağını düşünüyoruz. Bu yüzden kısa vadede yatırım harcamalarında önemli bir artış beklemezken, 2026'dan itibaren 2030'a kadar her yıl 200mn USD'lik yatırım harcaması modelliyoruz. Aynı dönemde şirketin kâr marjlarında iyileşmeyi projeksiyonlarımıza yansıtıyoruz. 2028 sonrasında 110\$ üzerine kademeli olarak iyileşen ton başına FVAÖK kullanıyoruz.

**Geri alımların fiyata aşağı yönde bariyer oluşturmasını bekliyoruz.** 2023'ün Mayıs ayında hisse geri alımı gerçekleştiren şirket, 2023'ün geri kalanında ve 2024'te sessiz kaldı. Diğer yandan Kardemir 2Ç24 bilançosunun ardından bu sessizliğini bozdu ve 2024'ün ilk geri alımlarını gerçekleştirdi. Bilanço tepkisinin negatif olduğu günde şirket 23.19TL fiyattan 100,000 nominal KRDMMD payını geri aldı. 11.09.2024 tarihinde de 1mn nominal KRDMMD payı 22.01TL fiyattan geri alındı. Geçtiğimiz yıla kıyasla sektör dinamikleri daha zorlu olsa da hisse geri alımlarının yeniden başlamış olmasını pozitif buluyor, alımların hisse fiyatı için aşağı yönde bariyer oluşturabileceğini düşünüyoruz.

**Borçluluk düşük kalmaya devam ediyor.** 2020'de 3x bölgesinde olan net borç/FVAÖK oranı, 2021'de normalleşmişti. Şirket düşük borçlu yapısını korumaya devam ediyor. Sektörün zayıf performans sergilediği bu dönemde Kardemir'in düşük borçlu yapısını korumayı başarmasını değerli buluyoruz.

**Riskler:** 1) Çin'de 2026'dan itibaren beklediğimiz normalleşmenin gecikmesi ve düşük fiyatlarla artmaya devam eden Çin çelik ihracatı 2) Küresel anlamda faiz indirim döngüsüne girilmiş olsa da yüksek faizlerin etkisinin gecikmeli hissedilmesi, buna bağlı olarak küresel resesyon senaryosu 3) Yüksek katma değerli ürünlere geçişte olası gecikmeler 4) Sağlıklı borç yapısının bozulması ve planlanan yatırımların ertelenmesi

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL25.78	TL40.87	59%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL20,114mn	USD590mn	TL20,097mn

#### Hisse Senedi Bilgileri (24.09.2024)

Bloomberg/Reuters:	KRDMMD.TI / KRDMMD.IS		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	1%	-11%	-29%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	21.08 / 32.9		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	1,257.8		
YBB TL Getiri:	9%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.96		
BİST-100'deki ağırlığı	0.24%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	780.2		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	15%	14%	

#### Kısaca Şirket

1937 yılında kurulan ve 1995 yılında özelleştirilen Kardemir, 2.5 mn mt/yıl sıvı çelik üretim kapasitesine sahiptir. Kardemir, uluslararası kalite standartlarında; demiryolu tekeri, ray, profil, kangal, inşaat demiri, inşaat çeliği, blum, platin, kütük, köşebent, maden direği, pik, kok ve kok yan ürünleri üreterek raylı sistemler, otomotiv, savunma sanayi, inşaat ve madencilik sektörlerinin temel girdilerini sağlamaktadır.

#### Ortaklık Yapısı

A	%21.08
B	%10.48
D	%68.44

Özet Finansallar	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar (TLmn)	54,168	51,621	48,138	45,736
Yıllık Değişim	870%	-5%	-7%	-5%
FVAÖK (TLmn)	5,105	3,210	5,997	7,704
Yıllık Değişim	189%	-8%	87%	28%
Net Kar (TLmn)	1,108	1,588	-993	1,412
Yıllık Değişim	36%	43%	a.d.	a.d.
FVAÖK marjı	9.4%	6.2%	12.5%	16.8%
Net Kar marjı	2.0%	3.1%	a.d.	3.1%
F/K (x)	18.2	12.7	a.d.	14.2
FD/FVAÖK (x)	3.9	6.3	3.4	2.6
FD/Net Satışlar (x)	0.37	0.39	0.42	0.44
Hisse Başına Kar(TL)	1.42	2.04	-1.27	1.81
Hisse Başına Temettü	0.88	0.22	0.00	0.00
Temettü Verimi	3.4%	0.9%	0.0%	0.0%
Özkaynak Karlılığı	27%	41%	-25%	14%

#### Analist: Cenk Özdemir

+90 (212) 384 1119

[cozdemir@garanti.com.tr](mailto:cozdemir@garanti.com.tr)

## ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
<b>Net Satışlar</b>	<b>54,168</b>	<b>51,621</b>	<b>48,138</b>	<b>45,736</b>
Satışların Maliyeti	-49,991	-49,431	-42,876	-38,761
Brüt Kar	4,177	2,189	5,263	6,975
Operasyonel Kar	1,506	1,623	1,626	1,626
<b>FVAÖK</b>	<b>5,105</b>	<b>3,210</b>	<b>5,997</b>	<b>7,704</b>
Diğer Gelir/Gider	-832	-4,576	-4,521	-4,419
Net finansal Gelir/Gider	504	3,057	-1,216	181
Vergi Öncesi Kar	3,289	111	-1,325	1,882
Vergi	-2,181	1,477	331	-471
<b>Net Kar</b>	<b>1,108</b>	<b>1,588</b>	<b>-993</b>	<b>1,412</b>
Brüt Kar Marjı	7.7%	4.2%	10.9%	15.2%
FVAÖK Marjı	9.4%	6.2%	12.5%	16.8%
Net Kar marjı	2.0%	3.1%	n.m.	3.1%
Satış Büyümesi	267%	-5%	-7%	-5%
FVAÖK büyümesi	4%	-37%	87%	28%
Net Kar büyümesi	-71%	43%	-163%	-242%

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>30,693</b>	<b>31,451</b>	<b>38,257</b>	<b>45,854</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,120	5,935	15,610	23,859
Ticari Alacaklar	6,907	6,432	5,349	5,774
Stoklar	16,724	15,321	14,292	12,920
Diğer Dönen Varlıklar	3,942	3,763	3,007	3,300
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>34,953</b>	<b>43,346</b>	<b>43,383</b>	<b>43,837</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>59,761</b>	<b>67,695</b>	<b>74,547</b>	<b>82,597</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>16,326</b>	<b>16,888</b>	<b>18,805</b>	<b>20,234</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3,250	2,596	4,242	5,914
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	12,617	13,514	13,372	12,705
Diğer Borçlar	459	778	1,191	1,615
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6,829</b>	<b>4,850</b>	<b>4,811</b>	<b>5,079</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	846	496	447	652
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,984	4,354	4,364	4,427
<b>Özkaynaklar</b>	<b>36,606</b>	<b>45,957</b>	<b>50,930</b>	<b>57,284</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>59,761</b>	<b>67,695</b>	<b>74,547</b>	<b>82,597</b>

Nakit Akım Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
FVAÖK	5,105	3,210	5,997	7,704
İşletme Sermayesindeki değişim	12,208	-2,775	-1,970	-279
<b>Faaliyetlerden elde edilen nakit akım</b>	<b>-3,587</b>	<b>12,856</b>	<b>23,936</b>	<b>21,120</b>
Yatırımlar	-861	-1,472	-1,663	-2,080
<b>Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım</b>	<b>-1,693</b>	<b>-6,048</b>	<b>-6,184</b>	<b>-6,499</b>
Temettü	-2,053	-358	0	0
Net borçtaki değişim	-3,554	3,724	-3,820	-8,077
<b>Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım</b>	<b>3,040</b>	<b>-3,991</b>	<b>-8,077</b>	<b>-6,372</b>

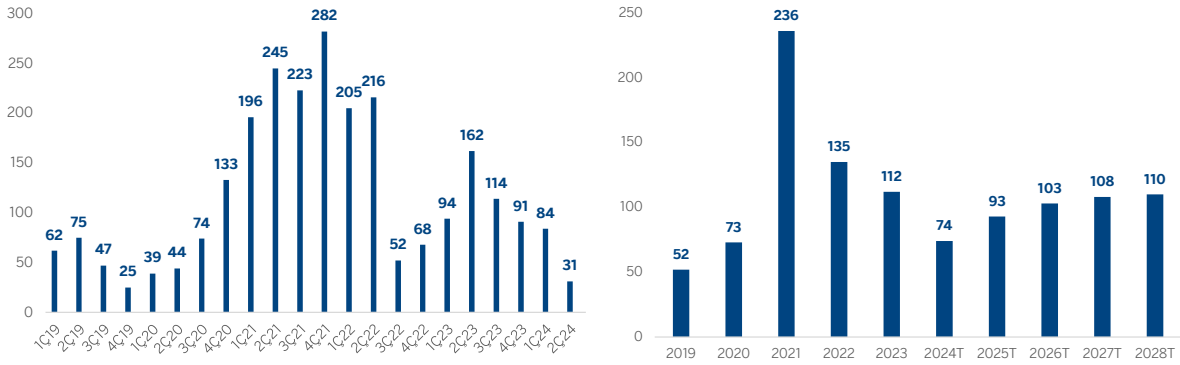
Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T
Net Borç/FVAÖK	0.2	-0.9	-1.8	-2.2
Net Borç/Sermaye	0.0	-0.1	-0.2	-0.3
Yatırımlar/Satış gelirleri	2%	3%	3%	5%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	23%	-5%	-4%	-1%
ROCE	8%	3%	8%	10%
ROIC	14.4%	0.2%	10.1%	17.1%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

## Maliyetlerdeki düşüş yılın ikinci yarısında hissedilecek

Sektör kısmında vurguladığımız üzere çelik fiyatlarında yaşanan geri çekilme, Kardemir'in (KRDMD) bilançosuna olumsuz yansıyor. Her ne kadar küresel demir cevheri ve kömür fiyatlarında yıl başından bu yana %30'un üzerinde geri çekilme yaşanmış olsa da, bu trend Kardemir'in maliyetlerine tam anlamıyla henüz yansımada. Kardemir 2Ç24'te 927mn TL zarar açıkladı. 2Ç23'te %20.5 olan brüt kâr marjı %1.9 gerçekleşti. Şirketin satış hacmi 1Ç24'e kıyasla %13 düşerek 493 bin tona geriledi. FVAÖK de 1Ç24'teki 1.51milyar TL'nin ve 2Ç23'teki 3.23milyar TL'nin altında 520mn TL olarak duyuruldu. FVAÖK marjı düşen fiyatların etkisiyle %4.7 olurken, ton başına FVAÖK 31\$ olarak gerçekleşti.

Kardemir Ton Başına FVAÖK (USD)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

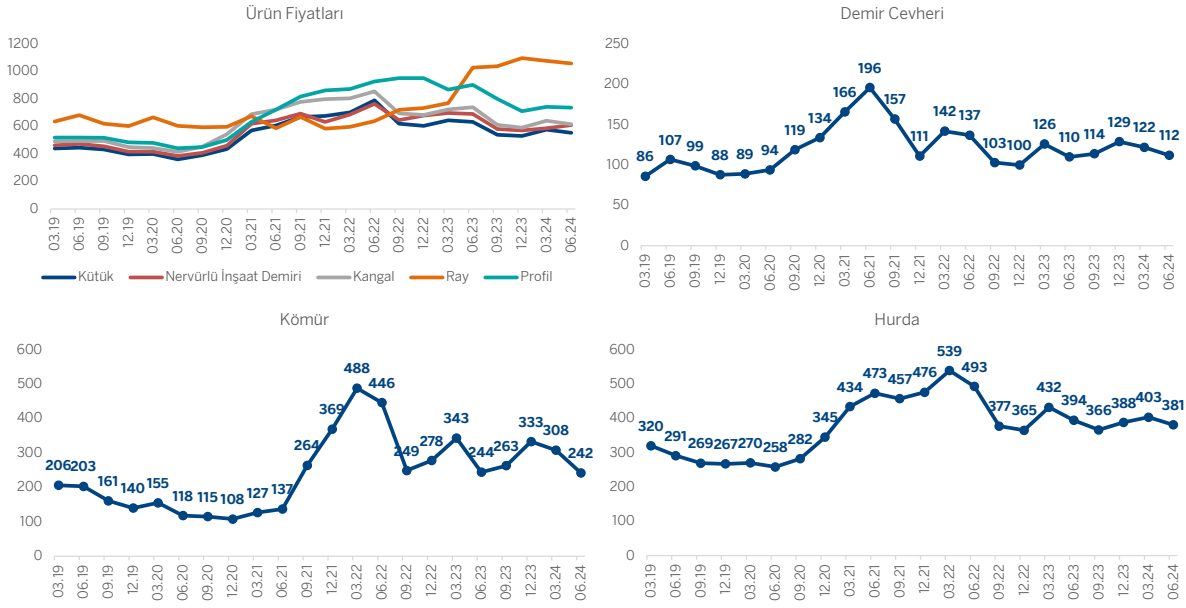
Maliyetlerdeki geri çekilmenin şirket finansallarına 2Ç24'te yansımamasının iki temel nedeni mevcut: 1) Stok etkisi 2) Kardemir'in ~%70 oranında yerli cevher kullanması ve yerli cevher fiyatlarında ithal ürünlere kıyasla yüksek fiyatlama.

Diğer yandan, yılın ikinci yarısında stok etkisinin ortadan kalkması ve yurt içi cevher fiyatlarının "görece" normalleşmesiyle, 3. ve 4. çeyreklerde maliyetlerdeki düşüş etkisinin hissedileceğini düşünüyoruz. 2023'te ham madde ve diğer malzeme maliyetleri, toplam maliyetlerin %77'sini oluşturmuştu. Dolayısıyla maliyetlerdeki gerilemenin şirket operasyonlarına yansımada, finansal sonuçlarda da belirgin bir iyileşme sağlama potansiyeli taşıyor.

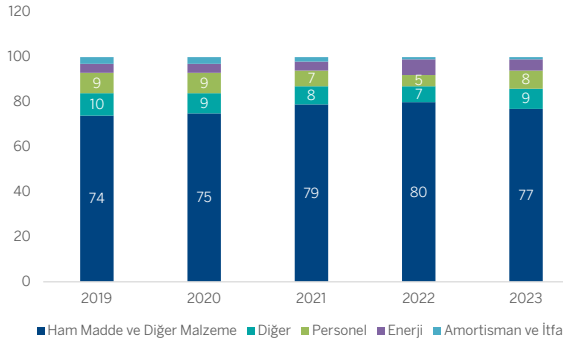
Bu yüzden 2Ç24'te 33\$ bölgesinde olan ton başına FVAÖK'ün 3Ç24 ve 4Ç24'te toparlanmasını bekliyoruz. Modelimizde 2024 yıl sonu için 74\$ ton başına FVAÖK kullanıyoruz. 74\$'lık ton başına FVAÖK'ü pozitif değerlendirmesek de EREGL için olduğu gibi, KRDMD için de sektörün içinde bulunduğu durumu göz önünde bulundurmak gerektiğini düşünüyoruz. Bu yüzden sancılı dönem geride bırakılana kadar bu 75-100\$ bandında açıklanacak ton başına FVAÖK rakamlarını, şirketin finansal yapısını ve gelecek planlarını bozmayacak rakamlar olarak değerlendiriyoruz.

2025'te ise; bu yılın ikinci yarısında maliyetlerde beklediğimiz normalleşmenin sürmesi, hem küresel piyasalarda hem de yurt içinde faiz indirimlerinin başlaması & devam etmesi, Anti-damping soruşturmalarının sonuçlanmasıyla birlikte Kardemir'in yeniden kâra geçeceğini düşünüyoruz.

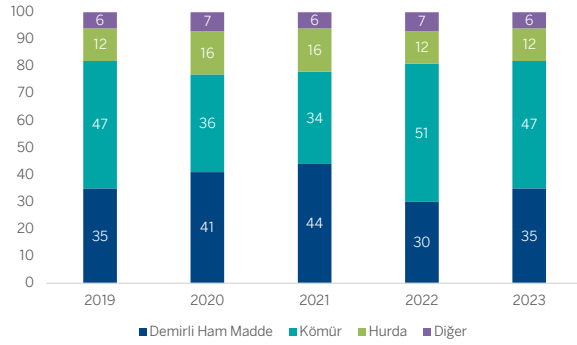
**Kardemir Ürün Fiyatları ve Ortalama Ham Madde Maliyetleri (ton başına, USD)**



**Kardemir Maliyet Kırılımı (%)**



**Kardemir Ham Madde Maliyet Kırılımı (%)**



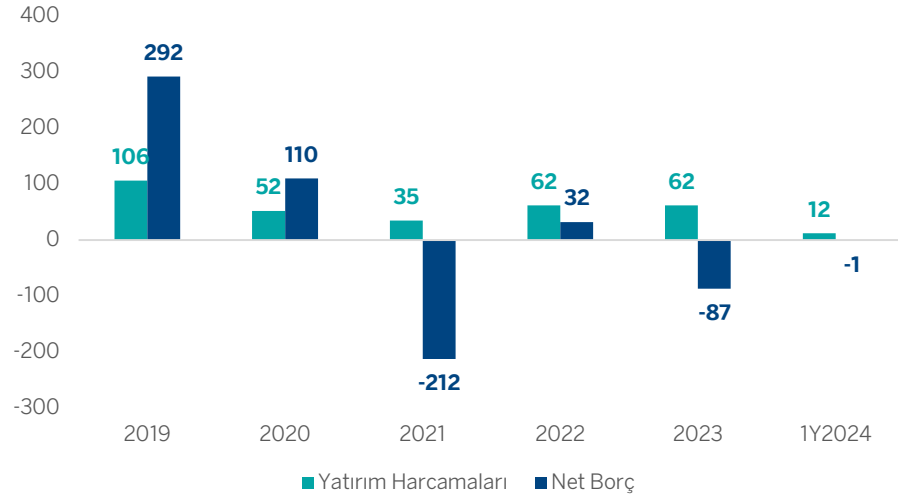
Kaynak: Şirket

**Uzun vadede yatırımlar kârlılığa pozitif etki sağlayacak**

Kardemir ürün yelpazesini düşük katma değerli kütükten; filmaşın ve çubuk, profil, demir yolu rayları ve tekerlekler gibi daha yüksek katma değerli ürünlere kaydırma çabasında. Bu çabanın sektörün de normalleşmesiyle birlikte, uzun vadede şirketin kâr marjlarına destek olmasını bekliyoruz.

Kardemir Yönetim Kurulu Başkanı İsmail Demir, gelecek 5 yıl içerisinde 1.5mlr USD'yi bulacak yeni yatırım yapmayı hedeflediklerini belirtmişti. Şirketle yaptığımız görüşmelerden de yola çıkarak, ancak sektör normalleşmeye başladığında bu yatırımlara yönelik harcamaların masaya yatırılacağını düşünüyoruz. Bu yüzden kısa vadede yatırım harcamalarında önemli bir artış beklemeyizken, 2026'dan itibaren 2030'a kadar her yıl 200mn USD'lik yatırım harcaması modelliyoruz. Aynı dönemde şirketin kâr marjlarında iyileşmeyi projeksiyonlarımıza yansıtıyoruz. 2026'ya kadar olan dönemde yapılan yatırım harcamalarının şirketin kârlılığını artırmaya yönelik projelerden oluşmasını bekliyoruz.

Yatırım Harcamaları ve Net Borç (mn USD)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

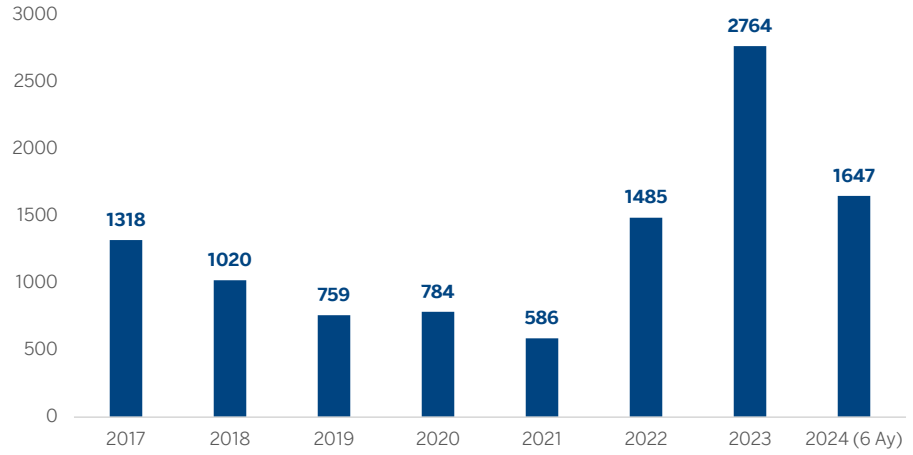
### Azerbaycan hikayesi daha da büyüebilir

Özellikle demir yolu rayı ve tekerleği konusunda hem yurt içinde hem de yurt dışında yeterli talebin oluşacağı kanaatindeyiz. Şirket 12 Eylül'de, Azerbaycan'a yıl sonuna kadar 17.6mn USD tutarlı ray satışı için sözleşme imzaladığını duyurdu. Global Liderler Zirvesi'ne online katılan Mehmet Şimşek de önümüzdeki 25-30 yıl içerisinde önceliğin demir yolu yatırımları olduğunu ve 70mlr USD'lik demir yolu yatırımı yapılacağını sözlerine ekledi.

Azerbaycan'a yapılan satışın altını iyice çizmek istiyoruz. Azerbaycan'ın topraklarından geçen uluslararası ulaşım koridorlarını genişletmek için yaptığı önemli yatırımlar, Asya ve Avrupa arasındaki ticaret için hayati bir arter oluşturuyor. Bu durum, Rusya-Ukrayna savaşı sırasında yük akışlarının Kuzey Koridoru'ndan, Orta (Asya) Koridor'a yönlendirilmesiyle açıkça görüldü. Farklı ülkeler koridorun büyüyen rolünün farkında olarak; tarife politikalarını birleştirme, teknik koordinasyon ve güzergah boyunca hizmet sağlama konularında ortaklaşa çalışıyor. Bu amaçla Kazakistan, Azerbaycan ve Gürcistan demir yolu yetkilileri Middle Corridor Multimodal Ltd. adında bir ortak girişim kurdu.

Avrupa ülkeleri de Orta Koridor'un lojistik maliyetleri ve ticaret hacmi için ne kadar önemli olduğunu farkında. Bu yıl 29-30 Ocak tarihlerinde Brüksel'de Global Gateway girişiminin bir parçası olarak "İlk Yatırımcılar Forumu" düzenlendi. Avrupalı ve uluslararası finans kuruluşları, Trans-Hazar Uluslararası Taşımacılık Rotası (TITR) dahil olmak üzere Orta Asya'da da sürdürülebilir ulaşım bağlantılarının geliştirilmesi için 10mlr euro yatırım yapma sözü verdi.

TITR Taşınan Yük Miktarı (bin ton)



Kaynak: TITR, Garanti BBVA Yatırım

Orta Koridor'un geliştirilmesi, Avrupa ile ticareti genişletmek isteyen ve denize kıyısı olmayan diğer Orta Asya ülkelerine de fayda sağlama potansiyeli taşıyor. Gelecekte, Çin'den Avrupa'ya kargo sevkiyatları, Hazar Denizi'ne daha fazla erişim sağlayan Çin-Kırgızistan-Özbekistan demir yolunun inşası, ardından Azerbaycan üzerinden ve Bakü-Tiflis-Kars demir yolu üzerinden Türkiye ve Avrupa'ya veya alternatif olarak Karadeniz'deki Gürcistan limanları üzerinden çeşitlendirilebilir. Bu tür bir coğrafi çeşitlendirme geleneksel güzergahlara bağımlılığı azaltma, rekabeti artırma ve nakliye maliyetlerini düşürme potansiyeli taşıyor.

Tüm bunlara ek olarak Azerbaycan'ın Türkiye ile "Zanzegur Koridor'u" olarak adlandırılan bir demir yolu projesi bulunuyor. Türkiye ve Azerbaycan'ın, Kars'ı, Nahçıvan'a bağlayacak demir yolu hattı projesi de ayrıca planlanıyor. Bu projelerin tümü gerçekleştirildiğinde Türkiye ile Azerbaycan arasında yeni ulaşım bağlantısı sağlanacak ve Türkiye ile Rusya arasında Azerbaycan üzerinden kesintisiz kara ve demir yolu iletişimi sağlanmış olacak. Bu yüzden Türkiye ve Azerbaycan başta olmak üzere demir yolu bağlantılarının önümüzdeki yıllarda hızla büyüebileceğini düşünüyoruz.

Türkiye-Azerbaycan Zanzegur Koridoru



Kaynak: Anadolu Ajansı

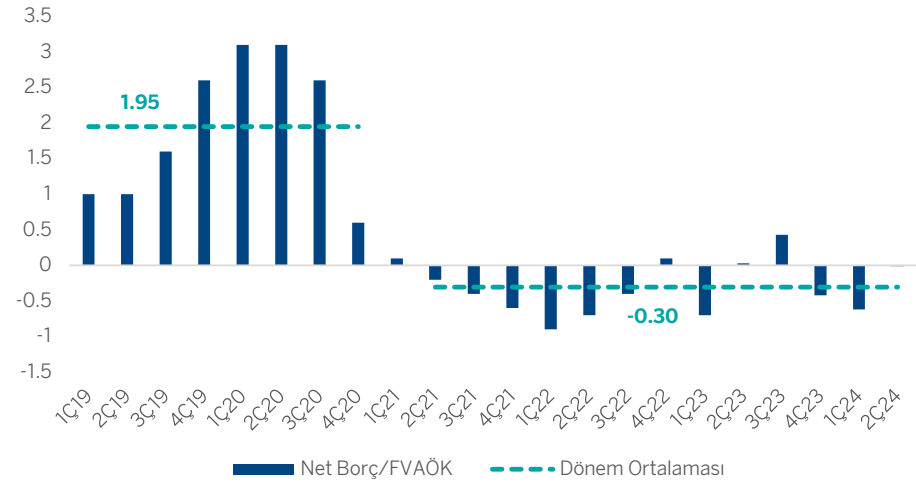


Bu gelişmeler bizi Kardemir'in demir yolu ürünleriyle ilgili talep sorunu yaşamayacağı konusunda ikna ediyor. Şirketin daha verimli ürünleri, daha yüksek oranda ürettiği senaryoda kârlılığın önemli ölçüde iyileşebileceğini düşünüyoruz

### Borçluluk düşük kalmaya devam ediyor

2020'de 3x'e kadar yükselen net borç/FVAÖK oranı, 2021 ve 2022'de hem borçtaki gerileme hem de FVAÖK iyileşmesiyle normalleşmişti. Şirket 2024'te de düşük borçlu yapısını korumaya devam ediyor. Kardemir'in yılın ikinci yarısında normalleşecek ton başına FVAÖK sayesinde mevcut borç yapısını korumaya devam edebileceğini düşünüyoruz, sektörün zayıf seyrettiği bu dönemde mevcut yapının sağlıklı olduğunu düşünüyoruz.

#### Kardemir Net Borç/FVAÖK



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

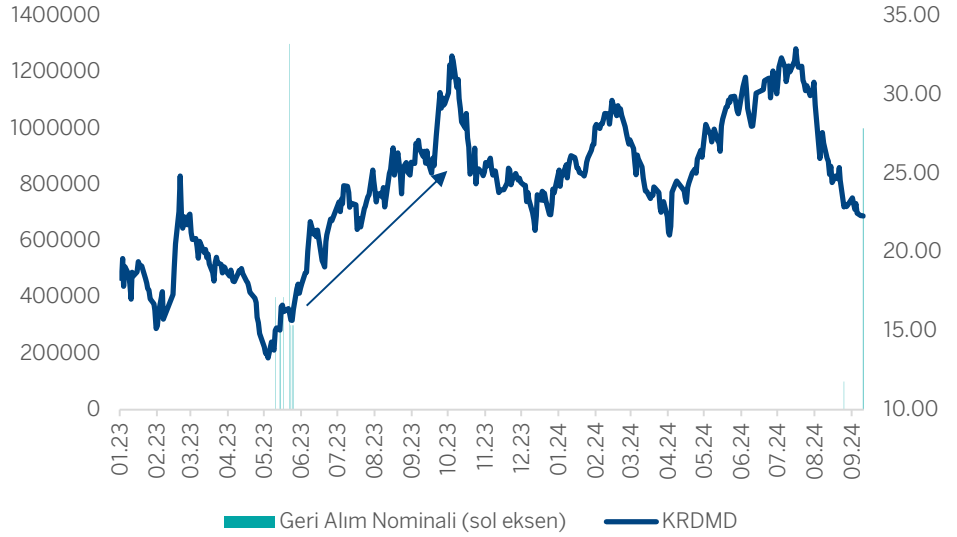
### Hisse geri alımlarında ilk sinyal geldi

Kardemir 05.05.2023 yılında hisse geri alım programı duyurmuş, geri alım için ayrılan fonun toplam tutarı 750mn TL olarak belirtilmişti. Geri alım konusundaki azami pay miktarı ise 34.2mn nominal olarak belirlenmişti. Geri alım programını duyurduktan sonra 1 ay içerisinde şirket ortalama 15.78TL fiyattan 2mn nominal KRDMMD payını geri aldı.

2023'ün Mayıs ayında hisse geri alımı gerçekleştiren şirket, 2023'ün geri kalanında ve 2024'te sessiz kaldı. Diğer yandan KRDMMD 2Ç24 bilançosunun ardından bu sessizliğini bozdu ve 2024'ün ilk geri alımlarını gerçekleştirdi. Bilanço tepkisinin negatif olduğu günde şirket 23.19TL fiyattan 100.000 nominal KRDMMD payını geri aldı. 11.09.2024 tarihinde de 1mn nominal pay 22.01TL fiyattan geri alındı. Böylelikle toplamda 3.1mn nominal KRDMMD payı geri alınmış oldu.

Geçtiğimiz yıl şirket Mayıs ayında geri alım gerçekleştirdikten sonra hisse fiyatı Haziran ayında %14.5 yükseliş gerçekleştirdi. Haziran başından yıl sonuna kadar toplam hisse performansı da yaklaşık %34 oldu. Aşağıdaki grafikte de görüleceği üzere alımlar sonrası hisse fiyatında güçlü bir yükseliş izlendi. Geçtiğimiz yıla kıyasla sektör dinamikleri daha zorlu olsa, hisse geri alımlarının yeniden başlamış olmasını pozitif buluyor, alımların hisse fiyatı için aşağı yönde bariyer oluşturabileceğini düşünüyoruz.

#### Hisse Geri Alımları ve KRDMD Hisse Fiyatı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

## Değerleme

KRDMD için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve çarpan yaklaşımlarını kullandık. Her iki yönetime de eşit ağırlık verdik. Değerlememize göre 12 aylık hedef fiyat 40.87 TL ile %59 getiri potansiyeli sunuyor.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Değer (mn USD)	Ağırlık	Hedef Değer (mn USD)
İNA Analizi	744	50%	372
Çarpan Analizi	726	50%	363
<b>Hedef Şirket Değeri (mn USD)</b>			<b>735</b>
Piyasa Değeri (mn USD)			590
<b>12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı (TL)</b>			<b>40.87</b>
Hisse Fiyatı (TL)			25.78
<b>Getiri Potansiyeli</b>			<b>59%</b>

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

2024-2033 yıllarını içeren 10 yıllık dolar bazlı İNA değerlendirme modellemizde nihai büyüme oranını %2 olarak kullandık. 10 yıllık Türkiye hazine Eurobondu getirisinden faydalanarak risksiz faiz oranını %7.0 olarak belirledik. Piyasa risk primini %5, hissenin 2 yıllık betasını 0.96 olarak özsermaye maliyetini %11.8 olarak hesapladık. %9.0 olarak aldığımız borç maliyetiyle birlikte ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetini projeksiyon dönemi boyunca %11.5 olarak varsaydık.

### İNA Özeti

ABD\$mın	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	Terminal
<b>Net Satışlar</b>	1,447	1,375	1,472	1,539	1,587	1,607	1,619	1,638	1,653	1,667	
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>131</b>	<b>183</b>	<b>214</b>	<b>227</b>	<b>234</b>	<b>240</b>	<b>246</b>	<b>252</b>	<b>255</b>	<b>258</b>	
Vergi	-33	-46	-54	-57	-58	-60	-62	-63	-64	-64	
Amortisman	44	36	32	32	34	35	36	38	38	37	
İşletme Sermayesindeki Değişim	59	7	-32	-54	-19	-35	31	29	20	26	
Yatırım Harcamaları	-50	-50	-200	-200	-200	-200	-200	-150	-100	-100	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>152</b>	<b>130</b>	<b>-40</b>	<b>-51</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>	<b>52</b>	<b>106</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>1,678</b>
<b>FVAÖK</b>	<b>175</b>	<b>219</b>	<b>246</b>	<b>259</b>	<b>268</b>	<b>275</b>	<b>282</b>	<b>290</b>	<b>293</b>	<b>295</b>	
FVAÖK Marjı	12.1%	15.9%	16.7%	16.8%	16.9%	17.1%	17.4%	17.7%	17.7%	17.7%	
<b>AOSM Varsayımları</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	<b>2029T</b>	<b>2030T</b>	<b>2031T</b>	<b>2032T</b>	<b>2033T</b>	<b>Terminal</b>
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
Beta	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96
Özsermaye Maliyeti	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi Oranı	25.0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>AOSM</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	
İskonto Faktörü	0.97	0.87	0.78	0.70	0.63	0.56	0.50	0.45	0.40	0.36	0.36
Nihai Büyüme Oranı	2%										
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	<b>147</b>	<b>113</b>	<b>-31</b>	<b>-36</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>26</b>	<b>48</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	
<b>Varsayım ve Sonuçlar (mn USD)</b>											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	367										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	609										
<b>Firma Değeri</b>	<b>976</b>										
Net Borç (2Ç24)	-0.7										
<b>12A Hedef Değer</b>	<b>1,088</b>										
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri											

Hisse	Oran(%)	12A Hedef Değer
KRDMA	21.08	229
KRDMB	10.48	114
KRDMD	68.44	744

**Benzer Şirket Çarpanları**

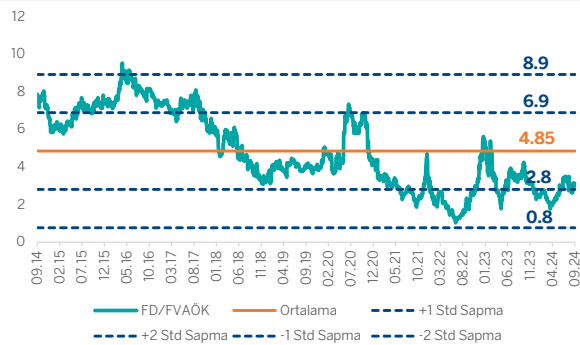
Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri(mn USD)	FD/FVAÖK 2025T	FD/FVAÖK 2026T
BlueScope Steel Ltd	Avustralya	6,000	5.7	4.6
voestalpine AG	Avusturya	4,217	3.4	3.3
Stelco Holdings Inc	Kanada	2,626	7.0	6.5
Xinxing Ductile Iron Pipes Co Ltd	Çin	1,711	8.7	8.3
Steel Authority of India Ltd	Hindistan	6,397	7.8	6.6
Godawari Power and Ispat Ltd	Hindistan	1,486	8.5	8.0
ArcelorMittal SA	Lüksemburg	19,860	3.4	3.2
Industrias CH SAB de CV	Meksika	4,289	5.0	5.4
POSCO Holdings Inc	Güney Kore	5,919	6.5	5.5
Hyundai Steel Co	Güney Kore	2,469	4.9	4.8
Cleveland-Cliffs Inc	ABD	5,528	5.3	5.1
United States Steel Corp	ABD	8,150	5.7	4.9
Nucor Corp	ABD	33,745	7.2	6.6
<b>Ortalama</b>			<b>6.1</b>	<b>5.6</b>
KRDMD Çarpanlar			2.6	2.3
Prim/İskonto			-57%	-59%
KRDMD için Hesaplanan Değerler (mn USD)			1331	1384
<b>KRDMD için Hesaplanan Ortalama Değerler (mn USD)</b>				<b>1,357</b>

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Benzer şirket çarpanları değerlemesinde EREGL için kullandığımız benzer şirketleri Kardemir için kullanmadık. Bunun temel nedeni şirketin son 10 yıllık ileri dönük FD/FVAÖK hesaplamamız oldu.

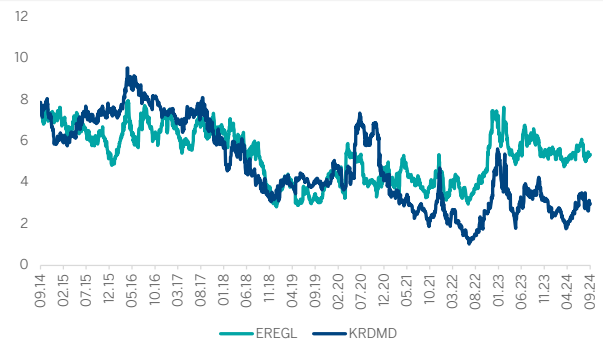
Aşağıdaki grafikte görüleceği üzere Erdemir'in aksine Kardemir uzun zamandır son 10 yıl ortalamasının altında işlem görüyor. İki şirket arasındaki yakın çarpan fiyatlaması pandemiden bu yana bozulmuş durumda. Sektörün toparlanacağı beklentimizi, Kardemir'in ortalamasına yakın FD/FVAÖK işlem göreceği şeklinde değerlememize yansıtıyoruz. Bu yüzden çarpan değerlemesinde 2025 için 4.85x FD/FVAÖK kullanıyoruz.

**KRDMD İleri Dönük FD/FVAÖK**



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

**İleri Dönük FD/FVAÖK, EREGL ve KRDMD**



2025 için 4.85x FD/FVAÖK ile yaptığımız hesaplamada KRDMD için 726mn USD hedef değer hesapladık.

## EK-1: Kardemir Model Varsayımları

Satış ve Fiyat Varsayımları		2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Satışlar (ton)</b>		2356	2358	2381	2405	2428
<b>Ürün Fiyatları (ton, USD)</b>	Kütük	550	513	545	564	576
	Nervürlü İnşaat Demiri	585	546	580	600	613
	Kangal	605	564	599	620	633
	Profil	725	676	718	744	759
<b>Ham Madde Fiyatları (ton, USD)</b>	Demir Cevheri	110	103	108	110	111
	Kömür	245	215	220	230	235
<b>Ton Başına FVAÖK</b>		<b>74</b>	<b>93</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>110</b>
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım						

## EK-2: Kardemir 2Ç24 Finansal Sonuçlar

Kardemir Özet Finansal Sonuçlar (mn TL)				Değişim				
	2Ç23	1Ç24	2Ç24	6A23	6A24	2Ç24/2Ç23	2Ç24/1Ç24	6A24/6A23
<b>Net Satışlar</b>	<b>14,060</b>	<b>13,235</b>	<b>11,065</b>	<b>31,390</b>	<b>24,300</b>	<b>-21%</b>	<b>-16%</b>	<b>-23%</b>
Brüt Kar	2,882	1,269	209	2,228	1,478	-93%	-84%	-34%
Faaliyet Karı	2,700	1,046	-15	1,874	1,031	a.d.	a.d.	-45%
<b>FVAÖK</b>	<b>3,234</b>	<b>1,509</b>	<b>520</b>	<b>2,858</b>	<b>2,029</b>	<b>-84%</b>	<b>-66%</b>	<b>-29%</b>
Net Diğer Gelir/Gider	-1,189	-1,073	-211	-1,437	-1,284	a.d.	a.d.	a.d.
Yatırım Faal. Gelirler	96	9	44	305	53	-55%	374%	-83%
Finansal Gelirler (net)	-222	-414	-385	293	-800	a.d.	a.d.	a.d.
<b>VÖK</b>	<b>1,385</b>	<b>-433</b>	<b>-568</b>	<b>1,035</b>	<b>-1,000</b>	<b>a.d.</b>	<b>a.d.</b>	<b>a.d.</b>
Vergi	-1,087	-469	-359	-2,622	-829	a.d.	a.d.	a.d.
<b>Net Kar</b>	<b>298</b>	<b>-902</b>	<b>-927</b>	<b>-1,587</b>	<b>-1,829</b>	<b>a.d.</b>	<b>a.d.</b>	<b>a.d.</b>
Net Nakit	-115	3,460	25	-115	25			
Çalışma Sermayesi	-2,732	-5,724	-5,659	-2,732	-5,659			
Özsermaye	10,670	42,102	45,106	10,670	45,106			
<b>Rasyolar</b>								
Brüt Kar Marjı	20.5%	9.6%	1.9%	7.1%	6.1%	-18.6 puan	-7.7 puan	-1 puan
Faaliyet Kar Marjı	19.2%	7.9%	a.d.	6.0%	4.2%	a.d.	a.d.	-1.7 puan
<b>FVAÖK Marjı</b>	<b>23.0%</b>	<b>11.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>-18.3 puan</b>	<b>-6.7 puan</b>	<b>-0.8 puan</b>
Net Kar Marjı	2.1%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

## UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İletim, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

## **GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,  
34340 Beşiktaş / İstanbul  
Telefon: 212 384 11 21  
Faks: 212 352 42 40

---

### Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

---

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.