

## En kötünün sonu uzak değil

**4Ç23 ve 2023 sonuçları:** Erdemir, 2023'te ~6,2 milyar USD satış geliri, ~650 milyon USD FAVÖK ve ~170 milyon USD net kâr elde etti. Figürler yıllık bazda sırasıyla ~%23, ~%61 ve ~%85 daralmaya işaret ediyor. ~7,3 milyon tonluk toplam satış hacmi, yıllık bazda %6'lık bir daralma ile nispeten zayıf kaldı. Ürün tarafında; Sıcak rulo, soğuk rulo ve uzun çelik ürünlerinin satış hacmi yıllık bazda ~%4, ~%6 ve ~%15 düşüşle sırasıyla ~5,0 milyon ton, ~1,7 milyon ton ve ~649 bin ton olarak gerçekleşti. Ton başına FAVÖK baskısı devam etti ve Erdemir yılı ~89USD ton başına FAVÖK ile tamamladı. Son on yıllık ortalama ~160USD'den oldukça düşük olduğunu hatırlatmak isteriz. Aykırı değerler hariç son on yıllık periyoda baktığımızda ise ortalama ton başı FAVÖK ~130USD civarındadır.

**Nakit akışı ve Yatırım Harcamaları Döngüsü:** Şirket, 2023'te ~531 milyon USD tutarında negatif serbest nakit akışı üretti (4Ç23: ~123 milyon USD negatif serbest nakit akışı). Sonuç olarak Erdemir'in net borcu, zayıf operasyonel kârlılık ve devam eden yatırım faaliyetleri nedeniyle 2022 yılındaki ~756 milyon USD'den; 2023 yılında ~1.468 milyon USD'ye yükseldi. Negatif serbest nakit akışı temel olarak zayıf operasyonlardan kaynaklansa da 2023'te yapılan ~977mn USD'lik (2022: 723 USD) Yatırım harcamalarının da yüksek net borç seviyesine yol açan önemli bir faktör olduğunu hatırlatmak isteriz. Erdemir'in ~2,7x'lik net borç/FAVÖK oranı şu aşamada bize göre endişe verici olmasa da; hızla tırmandığının altını çizelim. (2022: ~0,4x) Emtia piyasalarında gelecek yıllarda yaşanabilecek olumsuzluklar veya emtia fiyatlarındaki toparlanmanın çok gecikmesi ihtimalinde ise Şirket için borç sorunu doğabilecektir. Temel senaryomuz, yoğun Yatırım harcamalarına rağmen Şirket için reel borçluluk artışı içermiyor. 2023 sonuçlarını olumsuz olarak değerlendiriyoruz ve bu aşamada sektörün ve dolayısıyla Şirket'in nakit akışını canlandıracak güçlü bir katalizör henüz mevcut değil.

**Model varsayımları:** Temel olarak talep ortamındaki kademeli normalleşme beklentimize bağlı olarak önümüzdeki 3 yılda satış hacminde sırasıyla ~%10, ~%8 ve ~%6 artış olacağını varsayıyoruz; Şirket'in 2026 yılında toplam ~9,2mn tonluk satış hacmine (2023: 7,3mn ton) ve tam kapasiteye yaklaşmasını bekliyoruz. Pelet yatırımı sonrasında kapasite artışının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz ancak modelimizde böyle bir varsayım bulunmuyor. Ortalama ürün fiyatı varsayımımız 2024-2026 yılları arasında ~%3, ~%2 ve ~%2 büyüme öngörüyor. Model döneminin geri kalanında herhangi bir hacim veya fiyat artışı uygulamıyoruz.

**Erdemir için 52,21TL/hisse "net bugünkü değer" hesaplar (Önceki: 47,15TL/hisse) ; "Endekse Paralel Getiri" önerimizi şu aşamada koruyoruz.** 2024 Tahminlerimize göre, Şirket 6,8x ve 8,7x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. 2025 yılı varsayımlarımıza göre bu çarpanlar sırasıyla 6,2x ve 5,1x seviyesindedir. Hisse senedinin yakın gelecekte uzun vade yatırımcılar için yeniden alım fırsatı yaratmaya başlayabileceğine inansak da (emtia döngüsüne bağlı olarak; Çin'deki arz/talep görünümü, gayrimenkul sektöründeki yavaşlama, çeşitli sektörlerdeki küresel durgunluk vb. nedeniyle birkaç çeyrek sürebilir) bu aşamada talep ortamında ve emtia piyasasında "kademeli" olarak yukarı yönlü normalleşme beklediğimizden ötürü kısa ve orta vadede hisse senedi için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Hatırlatmak gerekirse; Şirket hisseleri, BIST100 göreceli olarak 2022'de ~%44, 2023'te ~%27 ve YBB ~%15 oranında negatif performans göstermiştir.

## EREĞLİ DEMİR ÇELİK

## ENDEKSE PARALEL GETİRİ

## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	DEMİR, ÇELİK TEMEL
Bloomberg / Reuters Kodu	EREGL.TI / EREGL.IS
Fiyat (TL/hisse)	42,12
Hedef Fiyat (TL/hisse)	52,21
Potansiyel Getiri	24%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	29,42-49,62
Piyasa Değeri (milyon TL)	147.420
Firma Değeri (milyon TL)	189.350
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	70.762
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	3.500
Dolaşımdaki Paylar	%48
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%29,4
3 Ay Önce	%20,3

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	93.241	136.702	124.966	104.229
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	4.022.636	6.204.751	5.680.063	4.328.750
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	41,82-43,84	41,82-46,90	41,-49,62	29,42-49,62

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%10	%2	-%6	%18
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%10	-%17	-%15	-%38

## Ortaklık Yapısı

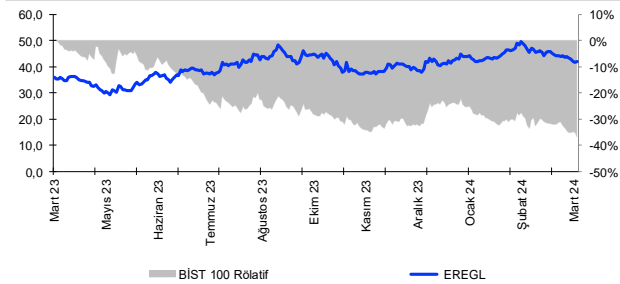
Ataer Holding	%49
Share buy-back	%4
Free-float	%47

## Şirket Özeti

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.S., bağlı ortaklıklarıyla birlikte, demir-çelik haddelenmiş ürünler, alaşım ve alaşımız demir, çelik ve pik demir dökümler, döküm ve preslenmiş ürünler, kok ve yan ürünlerin Türkiye'de ve uluslararası alanda üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirketin yassı ürünleri arasında sıcak haddelenmiş yassı çelik ürünler, soğuk haddelenmiş yassı çelik ürünler ve galvanizli/galvanizli yassı çelik ürünler yer almaktadır; ve metal ambalaj sektöründe kullanılan kalay/krom kaplı yassı çelik ürünlerdir.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma



\* 28/03/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

Tablo 1: Değerleme - İndirgenmiş Nakit Akımları

Erdemir - İNA Analizi (USD mn)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Net Satışlar</b>	<b>6.238</b>	<b>7.042</b>	<b>7.758</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>	<b>8.387</b>
Büyüme %	-23%	13%	10%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>FAVÖK</b>	<b>650</b>	<b>1.049</b>	<b>1.247</b>	<b>1.462</b>	<b>1.695</b>	<b>1.696</b>	<b>1.694</b>	<b>1.690</b>	<b>1.707</b>	<b>1.712</b>	<b>1.717</b>
Büyüme %	-61%	61%	19%	17%	16%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>10,4%</b>	<b>14,9%</b>	<b>16,1%</b>	<b>17,4%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,5%</b>
FVÖK	430	781	959	1.153	1.371	1.360	1.346	1.329	1.333	1.335	1.337
Borçsuz Vergi	86	156	192	231	274	272	269	266	267	267	267
Varsayımsal Vergi oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>	<b>344</b>	<b>625</b>	<b>767</b>	<b>923</b>	<b>1.097</b>	<b>1.088</b>	<b>1.077</b>	<b>1.063</b>	<b>1.066</b>	<b>1.068</b>	<b>1.069</b>
Vergi Öncesi Faaliyet Kar Marjı	6%	9%	10%	11%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Yatırım Harcamaları	977	1.006	1.020	762	625	625	625	625	168	168	168
Amortisman	220	268	288	309	324	336	349	361	374	377	380
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-415	1.049	-369	-323	-12	40	41	4	0	0	0
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>2</b>	<b>-1.163</b>	<b>404</b>	<b>792</b>	<b>808</b>	<b>759</b>	<b>759</b>	<b>795</b>	<b>1.273</b>	<b>1.277</b>	<b>1.282</b>
AOSM	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
<b>İNA</b>	<b>0</b>	<b>-1046</b>	<b>327</b>	<b>577</b>	<b>529</b>	<b>447</b>	<b>403</b>	<b>380</b>	<b>547</b>	<b>494</b>	<b>446</b>
<b>Toplam İNA</b>	<b>3.103</b>										
Sonsuz Değer	4.056										
<b>Firma Değeri</b>	<b>7.159</b>										
Net Borç (Nakit)	1.479										
Geri Alınmış Paylar	162										
Azınlık Payları	185										
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>5.657</b>										
Hisse Adedi (mn)	3.500										
<b>Hedef Fiyat (USD)</b>	<b>1,62</b>										
<b>Cari Fiyat (USD) - USDTL: 32,30</b>	<b>1,30</b>										
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>24%</b>										

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Şirket'in sıfır emisyon hedefi kapsamında 2030 yılı sonuna kadar toplamda 3,2 milyar ABD doları tutarında yatırım harcaması yapacağını varsayıyoruz. Pelet yatırımının 2026 yılı sonuna kadar tamamlanması ve toplam yatırım harcamasının 550 milyon ABD doları olacağını varsayıyoruz. Modernizasyon, Kok ve Sinter yatırımlarının 2025 yılı sonuna kadar tamamlanması ve toplam yatırım harcamalarının 1,1 milyar ABD doları olacağını varsayıyoruz. Sürdürme Yatırım Harcamalarını ise satış hasılatının %2'si olarak varsayıyoruz.

Pelet yatırımının FAVÖK üzerindeki olumlu etkisinin 200-250 milyon ABD doları civarında olması bekleniyor. Modelimiz, pelet yatırımının tamamlanmasının ardından %16 daha yüksek ton başına FAVÖK öngörüyor. Modelimize göre bu yatırımın ton başına FAVÖK üzerindeki olumlu etkisi 32USD olup, bu da FAVÖK marjının 2027 yılı itibarıyla ~2,5 puan artmasına neden olmaktadır.

Temel olarak talep ortamındaki kademeli normalleşme beklentimize bağlı olarak önümüzdeki 3 yılda satış hacminde sırasıyla ~%10, ~%8 ve ~%6 artış olacağını varsayıyoruz; Şirket'in 2026 yılında toplam ~9,2mn tonluk satış hacmine ve tam kapasiteye yaklaşmasını bekliyoruz. Pelet yatırımı sonrasında kapasite artışının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz ancak modelimizde böyle bir varsayım bulunmuyor. Ortalama ürün fiyatı varsayımımız 2024-2026 yılları arasında ~%3, ~%2 ve ~%2 büyüme öngörüyor. Model döneminin geri kalanında herhangi bir hacim veya fiyat artışı uygulamıyoruz.

Sonsuz büyüme oranını %2 olarak kullanıyoruz.



### **YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.