

ÇELİK SEKTÖR GÜNCELLEMESİ

28/02/2024

Faaliyetler kademeli bir şekilde normale dönüyor.

Küresel talep görünümü kısa vadede heyecan verici değil. Dünya genelinde sıkılaştırıcı para politikaları ve yüksek enerji maliyetleri nedeniyle tüketim ve yatırım harcamalarının yavaşlaması çelik girdisi olan sektörlerin faaliyetlerini olumsuz etkiliyor. Buna ek olarak, dünyanın açık ara lider çelik üreticisi konumunda olan Çin'de yaşanan gayrimenkul krizi, çelik sektöründe kapasite fazlalığına yol açarak fiyatları aşağı yönde baskılıyor. Sıkı para politikalarının gecikmeli etkisi nedeniyle bir süre daha yavaş seyretmesi beklenen küresel ekonomik faaliyet ile Çin emlak piyasasındaki yapısal sorunların kısa vadede ortadan kalkmayacağı dikkate alındığında, bu yıl için görünüm de çok iyimser değil. Talep tarafındaki gidişatın ancak 2024'ün ikinci yarısıyla beraber, parasal gevşemenin başlaması ve Çin'de gayrimenkul piyasasını canlandırmak için atılacak adımlar doğrultusunda iyileşebileceğini öngörüyoruz.

Yerli entegre üreticilerin satış hacimleri büyümeye devam edecek. Zayıf talep dinamiklerinin baskın olduğu küresel makroekonomik ortama rağmen, Türk çelik talebi 2023 boyunca güçlü seyrederek yıllık bazda %17,1 oranında büyüme kaydetti. Yurtiçi tüketimin bu yıl da, özellikle deprem bölgelerinin yeniden inşası ve hızlanması beklenen kentsel dönüşüm projeleri nedeniyle artan inşaat demiri talebi sayesinde, daha yavaş bir hızda da olsa büyümeye devam etmesini bekliyoruz. TCMB'nin iç talebi yavaşlatmaya yönelik politikaları ile son dönemde artan çelik ithalatı önümüzdeki dönemde yurtiçi üretimi baskılayabilecek faktörler olarak öne çıksa da, entegre üretim sayesinde maliyet avantajına sahip olan ve geniş müşteri ağıyla ön plana çıkan Erdemir ile Kardemir'in satışlarının 2024 yılında güçlü seyretmesini bekliyoruz.

Zorlu bir yılın ardından Erdemir için yeni bir dönem başlıyor. 2023 yılı, deprem felaketi sonucu İsdemir tesislerinde üretimin geçici olarak durması, çelik fiyatlarındaki gerilemenin faaliyet karlılığını baskılaması, yüksek ertelenmiş vergi giderleri gibi nedenlerle Erdemir için zor bir yıl olurken 2024'ün şirket için bir toparlanma yılı olmasını bekliyoruz. 2024 yılı için i) satış hacminde düşük baz etkisi kaynaklı çift haneli büyüme, ii) ton başına FAVÖK'te 2019'dan bu yana devam eden tesis modernizasyonlarından beklenen verimlilik kazançlarının desteğiyle iyileşme (2023: 89\$, 2024T: 130\$), iii) ertelenmiş vergi giderlerinde azalma sonucu güçlü net kar büyümesi öngörüyoruz. Erdemir'in geçtiğimiz ay duyurduğu Net Sıfır Yol Haritası'nı yalnızca çelik sektörünün yeşil dönüşümü yolunda bir adım değil, aynı zamanda şirketin hammadde ve enerji tüketiminde kendine yetebilirliğini artırma stratejisinin bir uzantısı olarak görüyoruz. GES ve peletleme tesisi yatırımlarının Erdemir'in uzun vadeli ortalama ton başına FAVÖK'ünü yıllık 50\$ artıracığını hesaplıyoruz. Ayrıca, açıklanan büyük yatırım paketinin orta-uzun vadede şirketin temettü politikası üzerinde önemli bir etkisi olmasını beklemiyoruz. Bu doğrultuda, EREGL için hedef fiyatımızı 65TL'ye yükseltirken (önceki: 55 TL), %38 getiri potansiyeliyle hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz.

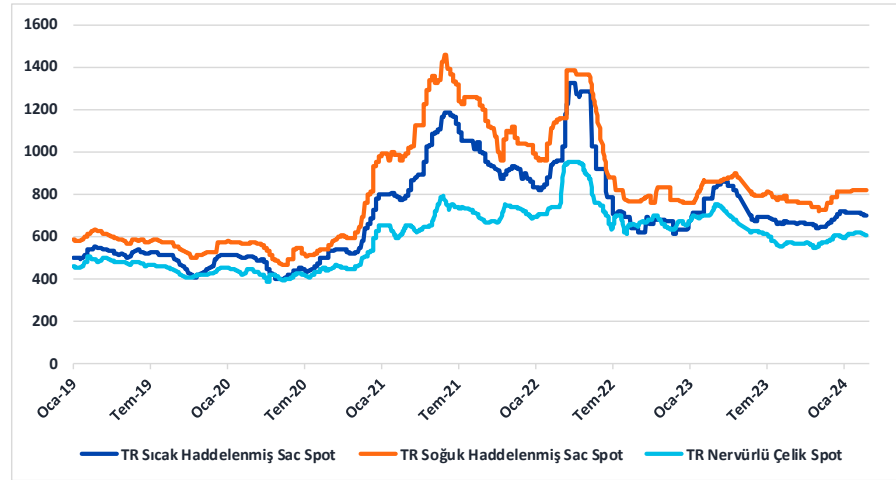
Kardemir: Cazip değerlemeye rağmen yeterince katalizör yok. KRDMD için %52 getiri potansiyeliyle AL tavsiyemizi korurken, 42 TL olan hedef fiyatımızı değiştirmiyoruz. İnşaat demiri talebine yönelik olumlu beklentiler, düşük borçluluk oranı ve yurtdışı benzerlerine kıyasla iskontolu çarpanlarla fiyatlanması gibi faktörler nedeniyle (3.3x 2024T FD/FAVÖK, yurtdışı benzer şirket medyanına kıyasla %36 iskonto) şirketi beğenmeye devam etmekle beraber, iskontonun daralması için yüksek katma değerli ürünlerin satışlardaki payında artış veya yeni yatırım projeleri gibi katalizörlere ihtiyaç duyulduğu kanaatindeyiz.

Tablo 1: Hedef Fiyat Güncellemesi

| | Hedef Fiyat | | Getiri Potansiyeli | Tavsiye | | YBY Rel. Getiri | 1 - yıllık Perf. | FD/FAVÖK 2024T | F/K 2024T |
|-------|-------------|------|--------------------|---------|------|-----------------|------------------|----------------|-----------|
| | ESKİ | YENİ | | ESKİ | YENİ | | | | |
| EREGL | 55.07 | 65 | 38% | AL | AL | -6.8% | -39.6% | 10.2x | 5.3x |
| KRDMD | 42.12 | 42 | 52% | AL | AL | -5.6% | -28.2% | 8.9x | 3.3x |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

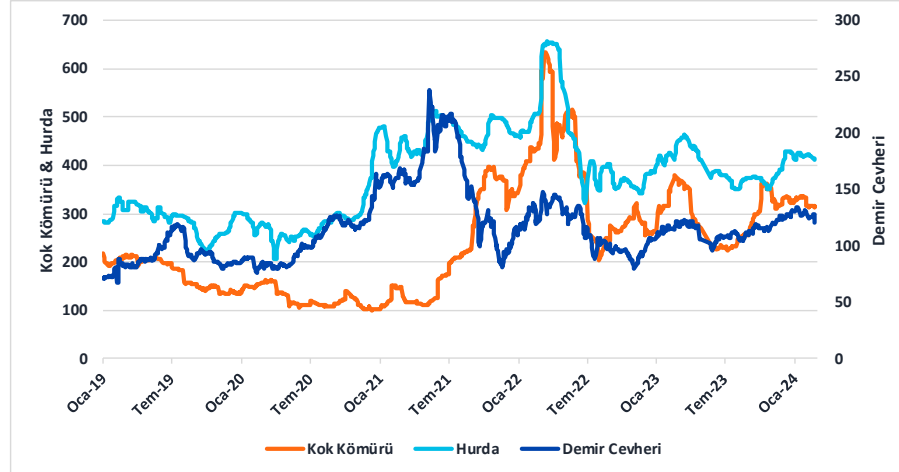
Grafik 1: Çelik Fiyatları (US\$/ton)



Kaynak: Bloomberg

Çin'de kapasite fazlalığı, yerel fiyatları baskılıyor. Çin inşaat sektöründe 2000'li yıllardan itibaren gerçekleşen hızlı büyüme nedeniyle artan çelik talebi, Çin'i dünyadaki toplam çelik üretim kapasitesinin çoğunluğuna sahip konuma getirdi. Öte yandan, son yıllarda doygunluğa ulaşma sinyalleri veren Çin emlak piyasası, çelik sektöründe kapasite fazlalığı krizine yol açıyor. İçeride yeterli talep bulamayan Çin'li üreticiler Türkiye gibi korumacılık önlemlerinin nispeten az olduğu pazarlarda rekabetçi fiyatlar ile faaliyet gösteriyor. 2Y24'e kadar talep dinamiklerinde önemli bir iyileşme beklememekle birlikte, yüksek hammadde maliyetleri ve navlun fiyatlarındaki artışların kısa vadede çelik fiyatlarını destekleyebileceğini düşünüyoruz. İthal ürünlere yönelik halihazırda devam eden anti-damping soruşturmalarının sonuçlanması da yerel fiyatlar için katalizör olabilir.

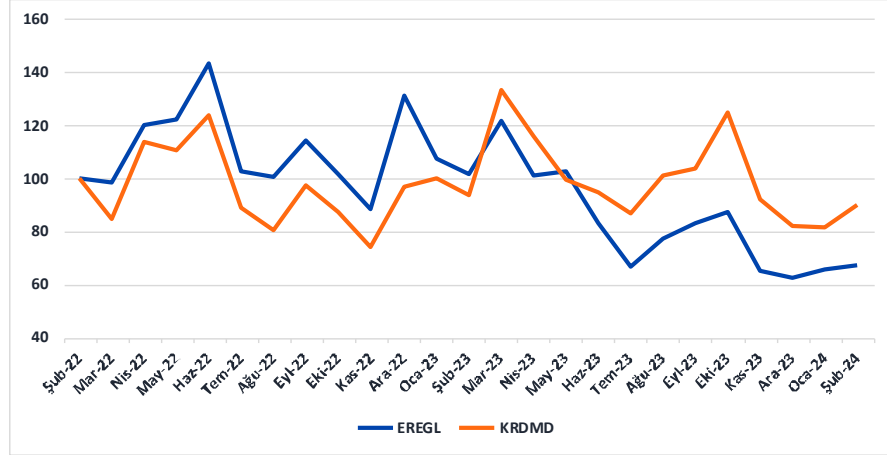
Grafik 2: Hammadde Fiyatları (US\$/ton)



Kaynak: Bloomberg

Hammadde fiyatları hala yüksek seviyelerde. Demir cevheri fiyatları, Pekin'in gayrimenkul sektörünü canlandırma odaklı attığı adımlar ve ilave adımlara yönelik pozitif beklentilerle birlikte Haziran 2022'den beri gördüğü en yüksek seviyeye ulaştıktan sonra, yılbaşından bu yana geri çekiliyor. Kok kömürü fiyatları ise Avustralya'daki tedarik sorunları nedeniyle yüksek seyretmeye devam ediyor. Öte yandan, daha düşük karbon salımına sebep olması nedeniyle hurdayla üretim yapan elektrik ark ocaklarının popülerliğinin artması piyasada hurda talebini artırarak fiyat artışlarına neden oluyor. Yılın geri kalanında hammadde fiyatlarında genel bir normalleşme yaşanmasını bekliyoruz.

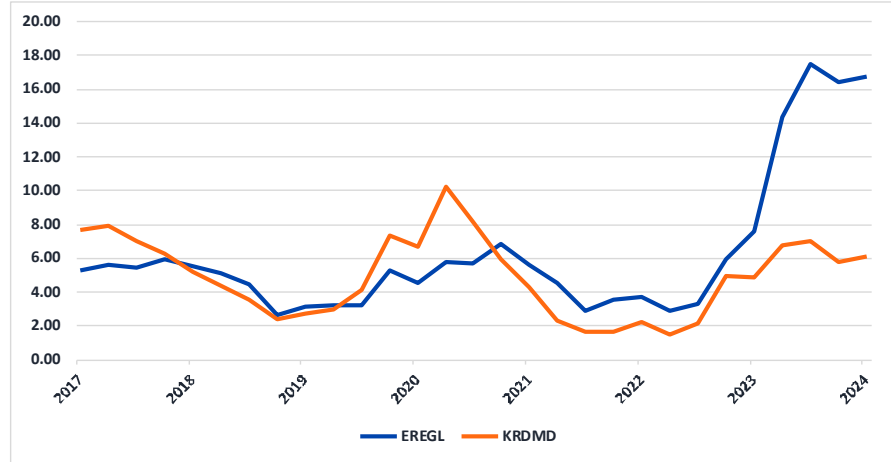
Grafik 3: NYSE Arca Çelik Endeksi'ne kıyasla EREGL & KRDMMD hisse performansları



Kaynak: Bloomberg

ERGL, 2023 yılında endeksten negatif ayrıştı. Şubat 2023'te meydana gelen deprem felaketi sonucu İsdemir tesislerinde üretimin geçici olarak askıya alınması, çelik fiyatlarındaki düşüş nedeniyle faaliyet karlılığında yaşanan zayıflık ile temettü dağıtmama kararı EREGL'in 2023'teki zayıf performansının başlıca nedenleriydi. Deprem kaynaklı zararlar hakkında yürütülen hasar tazminatı sürecinin yılın ilk yarısında tamamlanması hedefleniyor. 2024 yılı için 1 milyon \$ olan yüksek yatırım harcaması beklentimiz nedeniyle şirketin bu yıl da temettü ödemesini beklemiyoruz.

Grafik 4: EREGL & KRDMMD geriye dönük FD/FAVÖK çarpanları



Kaynak: Rasyonet

KRDMMD'nin EREGL'ye kıyasla çarpan iskontosunu 2023'te genişledi. 2024 yılında ise iskontonun, Erdemir'in düşük baz etkisiyle görece daha üstün finansal performans sergileyeceği beklentisiyle daralmasını öngörüyoruz.

Enflasyon muhasebesine geçişin etkileri 2023 yılsonu finansallarına yansiyacak olsa da fonksiyonel para birimi TL olmayan Erdemir gibi şirketler bu uygulamadan muaf tutuluyor. Bununla birlikte, enflasyon muhasebesinin bağlı ortaklıklara uygulanması sonucu 4Ç23 konsolide FAVÖK beklentilerin altında geldi. Öte yandan vergiye konu finansallarda sabit kıymetlerin yeniden değerlendirilmesi ertelenmiş vergi gelirine yol açarak net karı 4Ç23'te destekledi. Bu katkının 2024 yılı boyunca daha küçük bir ölçekte olmakla beraber devam etmesini bekliyoruz. Fonksiyonel para birimi TL olan Kardemir'in ise, düşük stok devir hızı nedeniyle enflasyon muhasebesine geçişten faaliyet karlılığı açısından nispeten olumsuz etkileneneceğini öngörüyoruz. Net kar üzerindeki nihai etki ise amortisman giderleri ile parasal kazançların büyüklüklerine bağlı olarak belirsizliğini koruyor.

Erdemir

Yenilenebilir enerji ile elektrik ark ocağı yatırımlarının değerlemeye dahil edilmesi, tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle EREGL için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 55 TL'den 65 TL'ye yükseltiyoruz. Erdemir'in ton başına FAVÖK'ünün, hammadde maliyetlerinde normalleşme ve 2019'dan bu yana devam eden tesis modernizasyonlarından gelecek verimlilik kazancı beklentileriyle 2023 yılındaki 89\$'dan, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 130\$ ve 161\$'a yükselmesini öngörüyoruz. %38'lik artış potansiyeli nedeniyle EREGL hisseleri için AL tavsiyemizi korurken, BIST-100'ün yılbaşından bu yana %6,8, geçtiğimiz son bir yılda ise %39,6 oranında gerisinde kaldığı göz önüne alındığında hisselerin aşağı yönlü riskinin sınırlı olduğuna inanıyoruz. 2024T için 10,2x F/K ve 5,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla EREGL, yurtdışı emsallerinin 10,0x F/K ve 5,2x FD/FAVÖK medyanına benzer işlem görmektedir.

Tablo 2: EREGL için Değerleme Özeti

| | Hedef Piyasa Değeri | Ağırlık | Ağırlıklandırılmış HPD |
|-------------------------------|---------------------|---------|------------------------|
| İNA | 238,160 | 50% | 119,080 |
| Ulus. Benzer Şirket Değ. | 218,526 | 50% | 109,263 |
| 12 Aylık Hedef Değer | | | 228,343 |
| Hedef Fiyat TL / hisse | | | 65 |
| Cari Fiyat | | | 46.96 |
| Getiri Potansiyeli | | | 38% |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

2023 yılında İsdemir tesislerinde üretimin geçici olarak durması sonucu oluşan düşük baz etkisi nedeniyle Erdemir'in 2024 yılı için yıllık bazda %14 artışla toplam 8,35 milyon ton satış hacmine ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin satış gelirlerinin, hacimde yaşanan artışa paralel olarak 2024 yılında yıllık bazda %14 artışla 7,1 milyar \$'a ulaşacağını öngörüyoruz. Ton başına FAVÖK'ün, hacim artışı ve tesis modernizasyonlarından doğan verimlilik artışları ile hammadde maliyetlerinde normalleşme beklentisiyle 2023'teki 89\$/ton'dan yıllık bazda %46 artışla 2024'te 130\$/ton'a yükseleceğini hesaplıyoruz. Sonuç olarak, şirketin 2024 yılında yıllık bazda %65 artışla 1,1 milyar \$ FAVÖK ve 4,8 puan artışla %15,3 FAVÖK marjı yaratmasını bekliyoruz. Şirketin net kazancının, ertelenmiş vergi giderlerinde beklenen düşüşün de katkısıyla 2023'teki 170 milyon \$'dan 2024'te 448 milyon \$ net kara yükseleceğini öngörüyoruz. Erdemir'in 2023 sonu itibarıyla 1,4 milyar \$'lık net borcunun yüksek yatırım harcamaları nedeniyle 2024 sonunda 1,9 milyar \$'a yükseleceğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2023 sonu itibarıyla 2,7x olan Net borç/FAVÖK oranının ise 2024 yılında yüksek FAVÖK büyümesinin yardımıyla 2,0x'e düşmesini bekliyoruz.

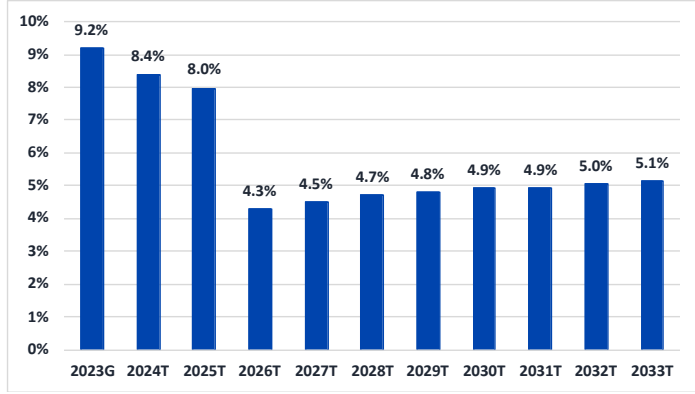
Tablo 3: Erdemir Tahmin Değişimleri

| | 2023G | 2024T | | | 2025T | | |
|--------------------------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
| | | ESKİ | YENİ | Değ. | ESKİ | YENİ | Değ. |
| Satış hacmi (mn ton) | 7,333 | 7,817 | 8,354 | 7% | 8,410 | 8,459 | 1% |
| Ton başına satış geliri (US\$) | 850 | 772 | 848 | 10% | 742 | 859 | 16% |
| Net satış geliri (milyar TL) | 147,900 | 221,073 | 253,698 | 15% | 289,992 | 326,977 | 13% |
| Ton başına FAVÖK (US\$) | 89 | 125 | 130 | 4% | 151 | 161 | 7% |
| FAVÖK (milyar TL) | 15,573 | 35,837 | 38,859 | 8% | 59,065 | 61,472 | 4% |
| FAVÖK marjı % | 10.5% | 16.2% | 15.3% | -0.9 ppt | 20.4% | 18.8% | -1.6 ppt |
| Net kar (milyar TL) | 4,033 | 11,998 | 16,037 | 34% | 25,872 | 29,810 | 15% |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Yeşil çelik hamlesi Asya ile rekabette Erdemir'i öne çıkarabilir. Artan tüketici talebi ve SKDM gibi küresel düzenlemeler, çelik üreticilerini daha az karbon emisyonuna sebep olan üretim yöntemlerine yatırım yapmaya itiyor. Kömürle çalışan yüksek fırınlarda üretim yapan Erdemir, emisyon-yoğun üretim süreci ve Avrupa pazarına yakınlığı nedeniyle konunun direkt muhatabı durumunda. Nitekim şirket Ocak ayında, karbon emisyonu salımını 2030'a kadar %25, 2040'a kadar %40 azaltma ve 2050'de net sıfır emisyona ulaşma hedefini içeren Net Sıfır Yol Haritası'nı duyurdu. 2030 yılına kadar yıllık ortalama 450 milyon \$ yatırım harcaması gerektiren ilk faz yatırımlar sonucu elektrik ark ocakları ile üretime başlanması ve enerji ihtiyaçlarının tamamen yenilenebilir kaynaklardan sağlanması hedefleniyor. Yeni yatırımlar sonucu 2026'dan itibaren kademeli olarak uygulanması planlanan olası bir karbon vergisi yükümlülüğün hafifleyeceğini ve şirketin düşük karbonlu çeliğe özel piyasada oluşabilecek fiyat primlerinden faydalanacağını düşünüyoruz. Devam etmekte olan peletleme tesisi yatırımıyla beraber değerlendirildiğinde, Erdemir'in hammadde ve enerji tüketiminde kendine yetebilirliğini artırma stratejisinin Asyalı rakiplere karşı maliyet ve satış fiyatı bakımından avantaj sağlamasını bekliyoruz.

Grafik 5: Satın alınan enerji giderlerinin Erdemir'in SMM'sindeki payı (2023-2033)



Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Şirket, elektrik ihtiyacının tamamını 2025 yılı sonuna kadar 1000 MW kurulu güce sahip güneş enerjisi santrali kurmayı hedefliyor. Yeni elektrik ark ocakları devreye alındıktan sonra GES'ler sayesinde elde edilecek enerji maliyeti tasarrufunun artmasını bekliyoruz. Elektrik harcamalarının, şirketin toplam satın alınan enerji giderlerinin kabaca yarısını oluşturduğunu belirtelim.

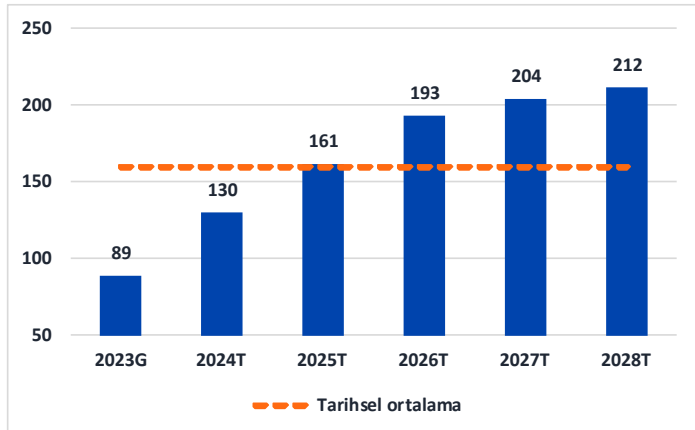
Grafik 6: Kapasite artışı ile hurdanın üretimdeki payı (2030-2031)



Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Yeni elektrik ark ocaklarının 2031 yılında 3,9 milyon ton ilave sıvı çelik kapasitesi ile devreye alınmasını öngörüyor, hurdanın üretimdeki payının artmasını bekliyoruz. Artan hurda maliyetlerinin sonucu şirketin ortalama ton başına FAVÖK'ü üzerinde oluşacak olumsuz etkinin, diğer hammaddelerden elde edilecek tasarruflar ile GES'ler sayesinde azalacak enerji giderleri ile hafiflemesini bekliyoruz.

Grafik 7: Ton başına FAVÖK projeksiyonu (2023-2028)



Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Ton başına FAVÖK'ün 2023 yılındaki 89\$'dan 2025 yılına kadar kademeli olarak toparlanıp 10-yıllık ortalama olan 160\$'a yakınsamasını öngörüyoruz. Peletleme tesisi sayesinde demirli hammaddede elde edilecek maliyet kazancı ile GES'ler yoluyla enerji harcamalarından elde edilecek maliyet kazancının ortalama uzun vadeli ton başı FAVÖK'e toplam etkisini ilave 50 \$ olarak hesaplıyor, tam etkinin finansallara 2028 yılı ile birlikte yansımalarını tahmin ediyoruz.

Tablo 4: Erdemir - İNA

| TL mn | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T | SD |
|---------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Net Satış Gelirleri | 147,900 | 253,698 | 326,977 | 380,459 | 434,745 | 494,436 | 564,809 | 639,450 | 921,796 | 1,024,308 | 1,133,928 | |
| FAVÖK | 15,573 | 38,859 | 61,472 | 86,770 | 106,869 | 128,514 | 148,550 | 169,794 | 240,578 | 267,091 | 296,456 | |
| FAVÖK Marjı | 10.5% | 15.3% | 18.8% | 22.8% | 24.6% | 26.0% | 26.3% | 26.6% | 26.1% | 26.1% | 26.1% | |
| FVÖK | 10,201 | 32,514 | 53,337 | 77,510 | 96,299 | 116,435 | 134,742 | 154,016 | 222,575 | 248,519 | 276,778 | |
| (-) Vergi | -5,204 | -8,128 | -13,334 | -19,377 | -22,149 | -24,451 | -28,296 | -32,343 | -46,741 | -52,189 | -58,123 | |
| (+) Amortisman | 5,373 | 6,345 | 8,135 | 9,260 | 10,570 | 12,078 | 13,807 | 15,778 | 18,004 | 18,572 | 19,678 | |
| (+/-) İşletme Serm. Değişimi | -15,676 | -27,897 | -24,196 | -15,549 | -13,070 | -14,044 | -23,315 | -24,989 | -93,218 | -35,150 | -37,738 | |
| İşl.Ser. / Ciro | 43% | 36% | 36% | 35% | 33% | 32% | 32% | 32% | 33% | 33% | 33% | |
| (-) Yatırım Harcamaları | -27,330 | -35,791 | -22,500 | -26,200 | -30,171 | -34,579 | -39,408 | -44,518 | -19,939 | -22,127 | -24,392 | |
| Yatırım Har. / Ciro | -18% | -14% | -7% | -7% | -7% | -7% | -7% | -7% | -2% | -2% | -2% | |
| SNA - TL mn | -32,637 | -32,957 | 1,441 | 25,643 | 41,479 | 55,440 | 57,531 | 67,943 | 80,680 | 157,625 | 176,203 | |
| SNA - \$ mn | -\$1,375 | -\$921 | \$32 | \$489 | \$687 | \$802 | \$730 | \$763 | \$809 | \$1,425 | \$1,445 | \$14,877 |
| AOSM | 11.5% | 11.4% | 11.2% | 11.2% | 11.2% | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.2% | 11.1% | 11.0% | 10.8% |
| İskonto Oranı | | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 2.6 | 2.9 |
| İNA - \$ mn | | -\$921 | \$29 | \$396 | \$500 | \$524 | \$429 | \$403 | \$384 | \$609 | \$556 | \$5,170 |
| Sonsuz Büyüme Oranı | 1% | | | | | | | | | | | |
| Firma Değeri - \$ | \$8,079 | | | | | | | | | | | |
| Net Borç - 12A23 - \$ | \$1,426 | | | | | | | | | | | |
| Hedef Piyasa Değeri - \$ | \$6,653 | | | | | | | | | | | |
| Hedef Piyasa Değeri - TL | 238,160 | | | | | | | | | | | |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Tablo 5: Erdemir - AOSM Varsayımları

| | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T | |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz Getiri Oranı | 7.7% | 7.5% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.2% | 7.1% | 7.0% | 6.8% |
| Risk primi | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Sermaye maliyeti | 13.7% | 13.5% | 13.3% | 13.3% | 13.3% | 13.3% | 13.3% | 13.3% | 13.2% | 13.1% | 13.0% | 12.8% |
| Vergi sonrası borçlanma maliyeti | 6.5% | 6.4% | 6.2% | 6.2% | 6.4% | 6.6% | 6.6% | 6.6% | 6.5% | 6.4% | 6.3% | 6.2% |
| Borç/(Borç+Ösermaye) | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| AOSM | 11.5% | 11.4% | 11.2% | 11.2% | 11.2% | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.2% | 11.1% | 11.0% | 10.8% |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

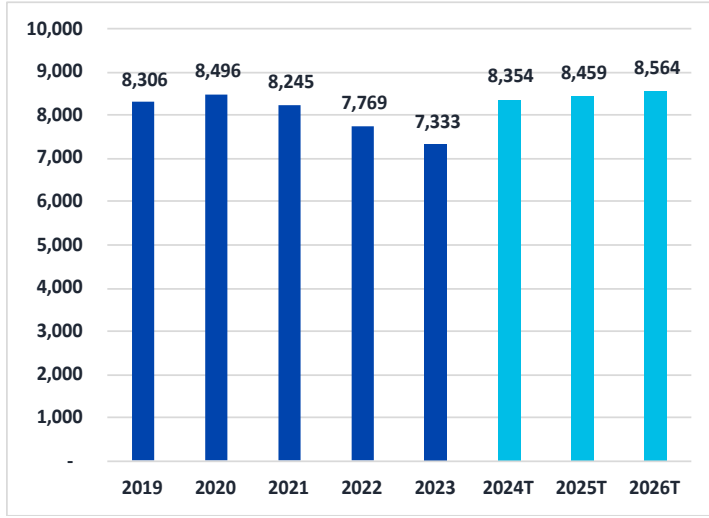
Tablo 6: Erdemir - İNA Varsayımları

| | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Sıvı Çelik Kapasitesi (mn ton) | 9,700 | 9,700 | 9,700 | 9,700 | 9,700 | 9,700 | 9,700 | 9,700 | 13,600 | 13,600 | 13,600 |
| Sıvı Çelik KKO (%) | 76% | 90% | 91% | 92% | 93% | 94% | 95% | 96% | 89% | 90% | 91% |
| Satış Hacmi (mn ton) | 7,333 | 8,354 | 8,459 | 8,564 | 8,669 | 8,774 | 8,879 | 8,984 | 11,659 | 11,734 | 11,844 |
| Satış Geliri/ton (\$) | 850 | 848 | 859 | 848 | 831 | 815 | 807 | 799 | 793 | 789 | 785 |
| FAVÖK/ton (\$) | 89 | 130 | 161 | 193 | 204 | 212 | 212 | 212 | 207 | 206 | 205 |

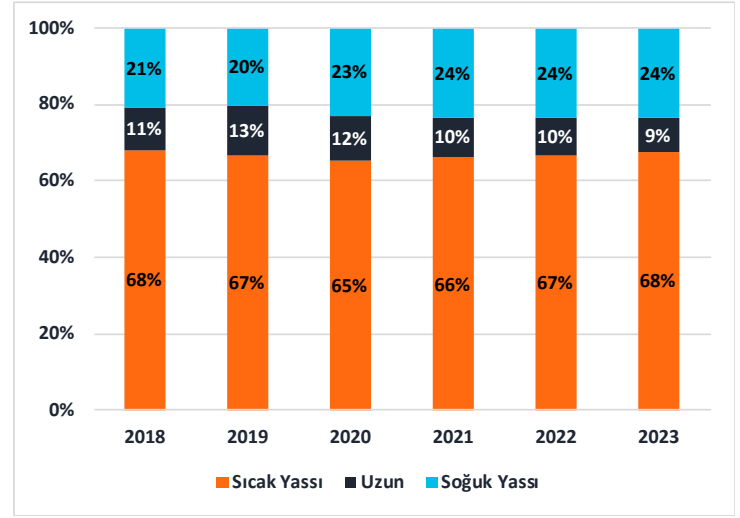
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Riskler. Küresel durgunluk nedeniyle çelik fiyatlarında gerileme, düşük iç talep nedeniyle Çin'in ihracatı artırması, yatırım planlarında gecikme, üretim ve ihracata yönelik kısıtlamalar neticesinde hammadde fiyatlarında artış ile Türk lirasında beklenenden daha az değer kaybının aşağı yönlü temel riskler olduğunu düşünüyoruz. Dünya genelinde para politikalarında beklenenden daha hızlı gevşeme, Çin'de üretimin sınırlandırılmasına yönelik alınacak kararlar ile ithal ürünlere gelecek ilave vergiler değerlememizde yukarı yönlü riskleri oluşturuyor.

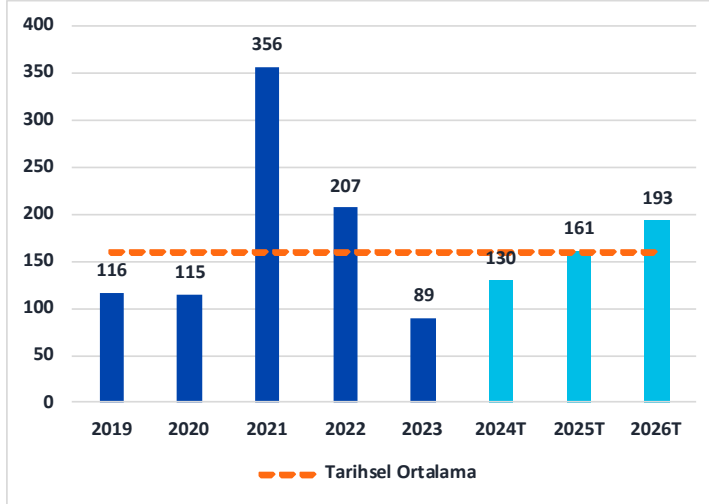
Grafik 8: Satışlar (mn ton)



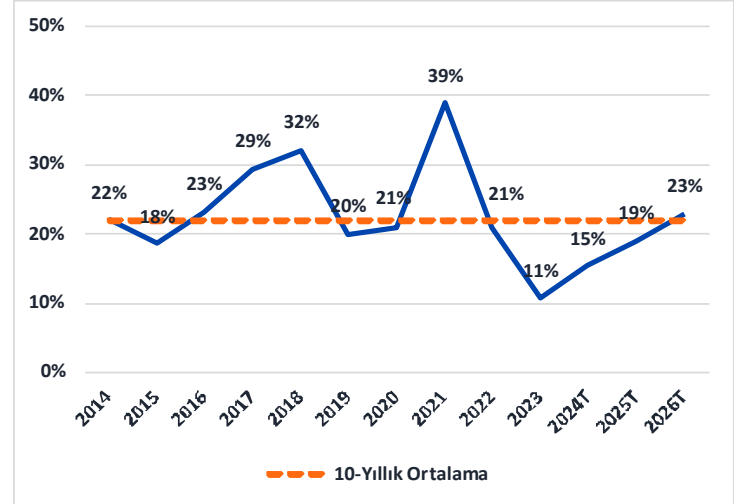
Grafik 9: Satışların dağılımı



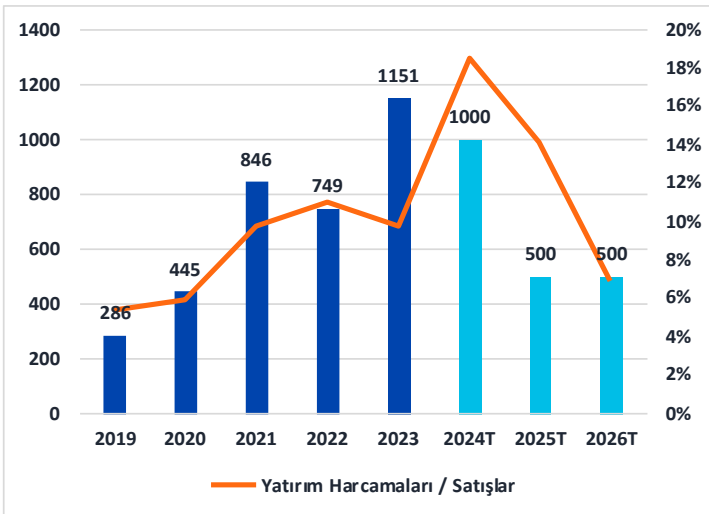
Grafik 10: Ton başına FAVÖK (\$)



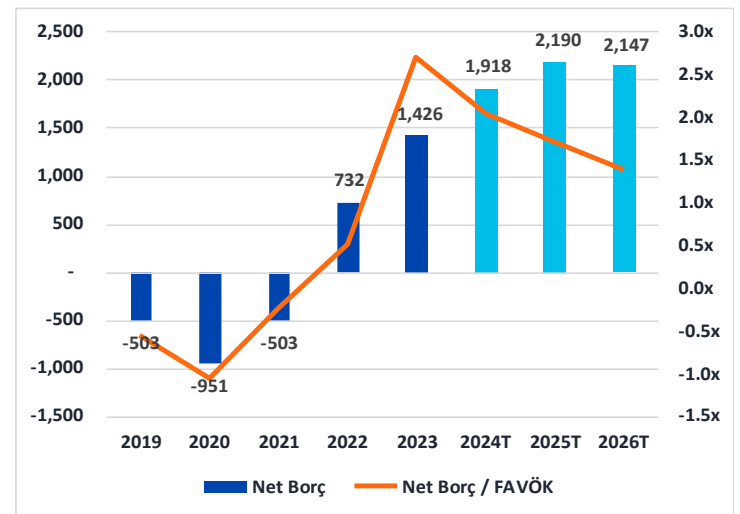
Grafik 11: FAVÖK marjı



Grafik 12: Yatırım harcamaları (\$) / Satışlar



Grafik 13: Net borç (\$) & Net borç / FAVÖK



Kaynak: Şirket & İş Yatırım Tahminleri

Eregli Demir Celik

| Company Description | Shareholder Structure (%) |
|---|--|
| Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS (Erdemir) is a Turkey-based manufacturer of iron, steel and flat steel. The Company manufactures and supplies heavy plates, hot-rolled, cold-rolled and galvanized sheets and coils, and tin-plated, chrome-plated and zinc-plated flat steel products. | Ataer Holding A.Ş. 49.3 Other 38.6 Expert Placement Services Limited 7.0 |

| Gelir Tablosu (m n ₺) | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T | Bilanço (m n ₺) | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net Satış Gelirleri | 127,783 | 147,900 | 253,698 | 326,977 | 380,459 | Dönen Varlıklar | 80,656 | 134,518 | 194,215 | 245,929 | 282,131 |
| Brüt Kar (Zarar) | 25,539 | 14,242 | 39,309 | 62,095 | 87,701 | Nakit ve Nakit Benzerleri | 15,186 | 25,811 | 44,274 | 57,063 | 68,298 |
| Operasyonel Giderler | 2,378 | 4,041 | 6,796 | 8,758 | 10,191 | Ticari Alacaklar | 15,602 | 20,353 | 33,363 | 43,000 | 50,033 |
| Esas Faaliyet Karı | 23,161 | 10,201 | 32,514 | 53,337 | 77,510 | Stoklar | 44,152 | 67,277 | 82,231 | 101,598 | 112,291 |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | 409 | 3,134 | 0 | 0 | 0 | Diğer Dönen Varlıklar | 5,015 | 21,077 | 34,347 | 44,268 | 51,509 |
| Net Finansman Gelir (Gideri) | -1,539 | -4,390 | -9,696 | -10,847 | -10,811 | Duran Varlıklar | 94,237 | 175,515 | 281,685 | 345,976 | 422,444 |
| Vergi Öncesi Kar (Zarar) | 22,112 | 8,837 | 22,952 | 42,663 | 66,900 | Özkaynak Yönt. Değ. Yat. | 606 | 884 | 1,240 | 1,441 | 1,690 |
| Vergi Giderleri (Gelirleri) | 3,459 | 4,508 | 5,738 | 10,666 | 16,725 | Maddi Duran Varlıklar | 80,716 | 147,415 | 234,656 | 286,330 | 352,038 |
| Net Kar | 18,005 | 4,033 | 16,037 | 29,810 | 46,745 | Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 4,953 | 7,553 | 12,062 | 14,735 | 18,136 |
| Düzeltilmiş Net Kar | 18,005 | 4,033 | 16,037 | 29,810 | 46,745 | Diğer Uzun Vadeli Varlıklar | 7,962 | 19,662 | 33,728 | 43,470 | 50,580 |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı | 19,537 | 4,997 | 24,385 | 40,003 | 58,132 | Toplam Varlıklar | 174,894 | 310,033 | 475,901 | 591,905 | 704,575 |
| FAVÖK | 26,655 | 15,573 | 38,859 | 61,472 | 86,770 | Kısa Vadeli Yükümlülükler | 35,909 | 89,292 | 118,221 | 147,122 | 157,236 |

| Büyümler & Opr. Perf. | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Büyümler | | | | | |
| Net Satışlar | 87% | 16% | 72% | 29% | 16.4% |
| Faaliyet Karı | -5% | -56% | 219% | 64% | 45.3% |
| FAVÖK | 1% | -42% | 150% | 58% | 41.2% |
| Net Kar | n.a | -78% | 298% | 86% | 56.8% |

| Operasyonel Performans | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brüt Marj | 20.0% | 9.6% | 15.5% | 19.0% | 23.1% |
| Faaliyet Kar Marjı | 18.1% | 6.9% | 12.8% | 16.3% | 20.4% |
| FAVÖK Marjı | 20.9% | 10.5% | 15.3% | 18.8% | 22.8% |
| Efektif Vergi Oranı | 15.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| Net Kar Marjı | 14.1% | 2.7% | 6.3% | 9.1% | 12.3% |
| Özkaynak Karlılığı | 18.2% | 2.7% | 7.0% | 9.8% | 12.7% |
| Aktif Karlılığı | 12.0% | 1.7% | 4.1% | 5.6% | 7.2% |

| Rasyo Analizi | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Düzeltilmiş F / K (x) | 9.1 | a.d | 10.2 | 5.5 | 3.5 |
| FD / FAVÖK (x) | 7.7 | 13.2 | 5.3 | 3.4 | 2.4 |
| FD / Satışlar (x) | 1.6 | 1.4 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| PD / Defter Değeri (x) | 1.4 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| Hisse Başı Kazanç (₺) | 5.1 | 1.2 | 4.6 | 8.5 | 13.36 |
| Hisse Başı Temettü (₺) | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 3.9 | 7.24 |
| Temettü Verimi | 12.3% | 0.0% | 0.0% | 8.3% | 15.4% |
| Net Borç (Nakit) (m n ₺) | 13,694 | 41,930 | 79,042 | 104,907 | 120,670 |
| Net Borç / FAVÖK (x) | 0.5 | 2.7 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |

Kaynak: İş Yatırım

| Bilanço (m n ₺) | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Dönen Varlıklar | 80,656 | 134,518 | 194,215 | 245,929 | 282,131 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 15,186 | 25,811 | 44,274 | 57,063 | 68,298 |
| Ticari Alacaklar | 15,602 | 20,353 | 33,363 | 43,000 | 50,033 |
| Stoklar | 44,152 | 67,277 | 82,231 | 101,598 | 112,291 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 5,015 | 21,077 | 34,347 | 44,268 | 51,509 |
| Duran Varlıklar | 94,237 | 175,515 | 281,685 | 345,976 | 422,444 |
| Özkaynak Yönt. Değ. Yat. | 606 | 884 | 1,240 | 1,441 | 1,690 |
| Maddi Duran Varlıklar | 80,716 | 147,415 | 234,656 | 286,330 | 352,038 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 4,953 | 7,553 | 12,062 | 14,735 | 18,136 |
| Diğer Uzun Vadeli Varlıklar | 7,962 | 19,662 | 33,728 | 43,470 | 50,580 |
| Toplam Varlıklar | 174,894 | 310,033 | 475,901 | 591,905 | 704,575 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 35,909 | 89,292 | 118,221 | 147,122 | 157,236 |
| Finansal Borçlar | 21,172 | 56,761 | 80,125 | 100,778 | 106,817 |
| Ticari Borçlar | 11,228 | 23,427 | 23,495 | 28,302 | 30,479 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 3,508 | 9,104 | 14,602 | 18,041 | 19,940 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 20,323 | 29,213 | 74,467 | 101,501 | 129,055 |
| Finansal Borçlar | 8,408 | 10,980 | 43,192 | 61,192 | 82,152 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 11,914 | 18,233 | 31,276 | 40,310 | 46,903 |
| Özkaynaklar | 118,662 | 191,529 | 283,212 | 343,282 | 418,285 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 115,645 | 186,191 | 274,057 | 331,482 | 404,555 |
| Ödenmiş Sermaye | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 |
| Rezerv ve Diğer Kalemler | 94,140 | 178,658 | 254,519 | 298,172 | 354,310 |
| Dönem Net Karı (Zararı) | 18,005 | 4,033 | 16,037 | 29,810 | 46,745 |
| Azınlık Payları | 3,017 | 5,337 | 9,155 | 11,800 | 13,730 |
| Toplam Kaynaklar | 174,894 | 310,033 | 475,901 | 591,905 | 704,575 |

| Nakit Akım (m n ₺) | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| İşletme Faal. Kay. Net Nakit | 8,940 | 13,068 | -4,338 | 15,936 | 43,886 |
| Düzeltilme Öncesi Kar | 18,653 | 4,329 | 17,214 | 31,998 | 50,175 |
| Amortisman & İtfa Payları | 3,494 | 5,373 | 6,345 | 8,135 | 9,260 |
| İşletme Sermayesindeki Değ. | -4,064 | 4,147 | -27,897 | -24,196 | -15,549 |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı | -14,304 | -8,913 | -3,016 | 5,670 | 8,110 |
| Yatırım Faal. Kay. Nakit | -12,412 | -27,330 | -35,791 | -22,500 | -26,200 |
| Sabit Sermaye Yatırımları | -11,345 | -22,765 | -35,791 | -22,500 | -26,200 |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı | -1,067 | -4,565 | 0 | 0 | 0 |
| Serbest Nakit Akım | -3,472 | -14,262 | -40,129 | -6,564 | 17,686 |
| Finansman Faal. Kay. Nakit | -4,467 | 15,009 | 55,576 | 25,022 | 1,660 |
| Finansal Borçlardaki Değişim | 5,473 | 17,670 | 55,576 | 38,654 | 26,999 |
| Temettü Ödemeleri | -15,721 | 0 | 0 | -13,631 | -25,338 |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı | 620 | -2,660 | 0 | 0 | 0 |
| Net Nakit Değişimi | -7,939 | 8,880 | 18,463 | 12,788 | 11,236 |

Kardemir

KRDMD için hisse başına hedef fiyatımızı 42 TL’de sabit tutuyor, %52 artış potansiyeli nedeniyle AL tavsiyemizi koruyoruz. KRDMD hisseleri, BIST-100’ün yılbaşından bu yana %5,6, geçtiğimiz son bir yılda ise %28,2 oranında altında performans gösterdi. Kardemir 2024T 8.9x F/K ve 3.3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla yurtdışı emsallerine göre sırasıyla %11/%36 ve EREGL’e göre %13/%38 oranında iskontolu işlem görmektedir. İnşaat demiri talebine yönelik olumlu beklentiler, düşük borçluluk oranı ve iskontolu çarpanlar gibi faktörler nedeniyle şirketi beğenmeye devam etmekle beraber, iskontonun daralması için yüksek katma değerli ürünlerin satışlardaki payında artış veya yeni yatırım projeleri gibi katalizörlere ihtiyaç duyulduğu kanaatindeyiz.

Tablo 7: KRDMD için Değerleme Özeti

| | Hedef Piyasa Değeri | Ağırlık | Ağırlıklandırılmış HPD |
|-------------------------------------|---------------------|---------|------------------------|
| İNA | 46,723 | 50% | 23,362 |
| Ulus. Benzer Şirket Değ. | 43,190 | 50% | 21,595 |
| 12 Aylık Hedef Değer | | | 44,957 |
| KRDMD Hedef Fiyat (TL/hisse) | | | 42 |
| Cari Fiyat | | | 27.56 |
| Getiri Potansiyeli | | | 52% |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Kentsel dönüşüm faaliyetlerinin hızlanması ile artacak inşaat demiri talebinin katkısıyla, Kardemir’in 2024 yılı için yıllık bazda %5 artışla toplam 2,46 milyon ton satış hacmine ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin satış gelirlerinin, hacimde yaşanan artışa paralel olarak 2024 yılında yıllık bazda %4 artarak 1,71 milyar \$ seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Şirketin sıvı çelik KKO’sunun 2023’teki tahmini %74’ten 2024’te %79’a yükselmesini bekliyoruz. Ton başına FAVÖK’ün hammadde maliyetlerindeki normalleşme beklentisiyle 2023’teki tahmini 113\$/ton’dan yıllık bazda %2 artışla 2024’te 114\$/ton’a yükseleceğini hesaplıyoruz. Sonuç olarak, şirketin 2024 yılında yıllık bazda %7 artışla 282 milyon \$ FAVÖK ve 0,4 puan artışla %16,4 FAVÖK marjı yaratmasını bekliyoruz. Şirketin net karının 2024 yılında, kur farkı zararlarında beklenen düşüşün desteğiyle yıllık bazda %41 artışla 99 milyon \$’a yükseleceğini tahmin ediyoruz. Kardemir’in 3Ç23 sonu itibarıyla 83 milyon \$’lık net borç pozisyonunun 2024 yılı sonunda 79 milyon \$’a gerilemesini öngörüyoruz. Şirketin 3Ç23 sonu itibarıyla 0,3x olan Net borç/FAVÖK’ün oranının 2024 yılı sonunda 0,3x’te sabit kalmasını tahmin ediyoruz. Şirketin ileride yeşil çelik yatırımlarına ilişkin detaylı bir yol haritası paylaşması durumunda projeksiyonlarımıza ve değerlememize dahil edeceğiz.

Tablo 8: Kardemir Tahmin Değişimleri

| | 2023T | | | 2024T | | | 2025T | | |
|--------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|
| | ESKİ | YENİ | Değ. | ESKİ | YENİ | Değ. | ESKİ | YENİ | Değ. |
| Satış hacmi (mn ton) | 2,302 | 2,343 | 2% | 2,417 | 2,460 | 2% | 2,538 | 2,534 | 0% |
| Ton başına satış geliri (US\$) | 701 | 703 | 0% | 656 | 696 | 6% | 639 | 682 | 7% |
| Net satış geliri (milyar TL) | 39,077 | 39,104 | 0% | 58,101 | 61,298 | 6% | 75,466 | 77,775 | 3% |
| Ton başına FAVÖK (US\$) | 112 | 113 | 0% | 119 | 114 | -4% | 122 | 116 | -4% |
| FAVÖK (milyar TL) | 6,263 | 6,265 | 0% | 10,549 | 10,080 | -4% | 14,383 | 13,273 | -8% |
| FAVÖK marjı % | 16.0% | 16.0% | 0.0 ppt | 18.2% | 16.4% | -1.7 ppt | 19.1% | 17.1% | -2.0 ppt |
| Net kar (milyar TL) | 1,600 | 1,662 | 4% | 2,896 | 3,797 | 31% | 8,144 | 7,249 | -11% |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Tablo 9: Kardemir - İNA

| TL mn | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | SD |
|---------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Net Satış Gelirleri | 27,397 | 39,104 | 61,298 | 77,775 | 91,416 | 106,260 | 122,930 | |
| FAVÖK | 4,324 | 6,265 | 10,080 | 13,273 | 16,021 | 19,662 | 23,697 | |
| FAVÖK Marjı | 15.8% | 16.0% | 16.4% | 17.1% | 17.5% | 18.5% | 19.3% | |
| FVÖK | 3,979 | 5,873 | 9,584 | 12,615 | 15,153 | 18,542 | 22,279 | |
| (-) vergi | -796 | -1,468 | -2,396 | -3,154 | -3,788 | -4,265 | -4,679 | |
| (+) Amortisman | 345 | 392 | 496 | 659 | 869 | 1,120 | 1,418 | |
| (+/-) İşletme Serm. Değişimi | -5,673 | -961 | -3,097 | -2,301 | -1,905 | -2,082 | -2,337 | |
| İşl.Ser. / Ciro | 16% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | |
| (-) Yatırım Harcamaları | -944 | -1,564 | -2,434 | -3,150 | -3,773 | -4,465 | -5,325 | |
| Yatırım Har. / Ciro | -3.4% | -4.0% | -4.0% | -4.1% | -4.1% | -4.2% | -4.3% | |
| SNA - TL mn | -3,089 | 2,272 | 2,152 | 4,669 | 6,555 | 8,850 | 11,356 | 0 |
| SNA - \$ mn | -\$186 | \$96 | \$60 | \$104 | \$125 | \$147 | \$164 | \$1,596 |
| AOSM | 12.9% | 12.1% | 11.9% | 11.7% | 11.7% | 11.8% | 11.8% | 11.4% |
| İskonto Oranı | | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.0 |
| İNA - \$ mn | | \$93 | \$52 | \$81 | \$87 | \$91 | \$91 | \$798 |
| Sonsuz Büyüme Oranı | | 1% | | | | | | |
| Firma Değeri - \$ | | \$1,223 | | | | | | |
| Net Borç - 9A23 - \$ | | \$83 | | | | | | |
| Hedef Piyasa Değeri - \$ | | \$1,304 | | | | | | |
| Hedef Piyasa Değeri - TL | | 46,723 | | | | | | |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Tablo 10: Kardemir - AOSM Varsayımları

| | | | | | | | | |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz Getiri Oranı | 8.5% | 7.7% | 7.5% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 6.8% |
| Risk primi | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| Beta | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Sermaye maliyeti | 15.1% | 14.5% | 14.3% | 14.1% | 14.1% | 14.1% | 14.1% | 13.6% |
| Vergi sonrası borçlanma maliyeti | 7.6% | 6.5% | 6.4% | 6.2% | 6.2% | 6.4% | 6.6% | 6.2% |
| Borç/(Borç+Ösermaye) | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| AOSM | 12.9% | 12.1% | 11.9% | 11.7% | 11.7% | 11.8% | 11.8% | 11.4% |

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

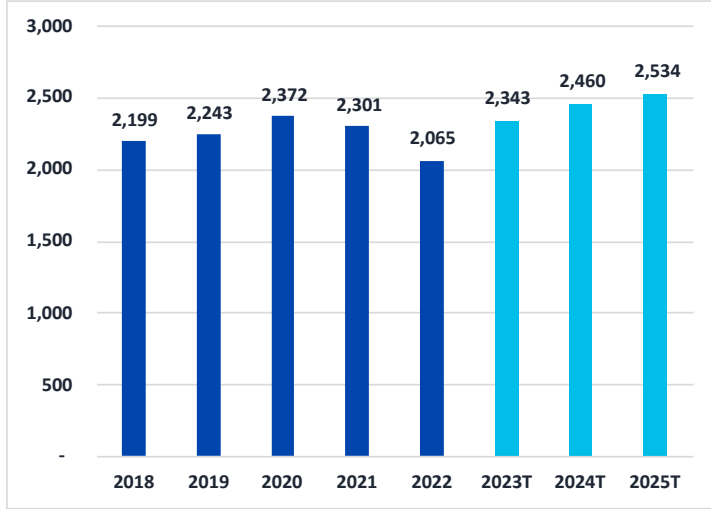
Table 11: Kardemir - İNA Varsayımları

| | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027E | 2028T |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sıvı Çelik Kapasitesi (mn ton) | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 |
| Sıvı Çelik KKO (%) | 66% | 74% | 79% | 81% | 83% | 86% | 88% |
| Satış Hacmi (mn ton) | 2,065 | 2,343 | 2,460 | 2,534 | 2,610 | 2,688 | 2,769 |
| Satış Geliri/ton (\$) | 801 | 703 | 696 | 682 | 669 | 655 | 642 |
| FAVÖK/ton (\$) | 126 | 113 | 114 | 116 | 117 | 121 | 124 |

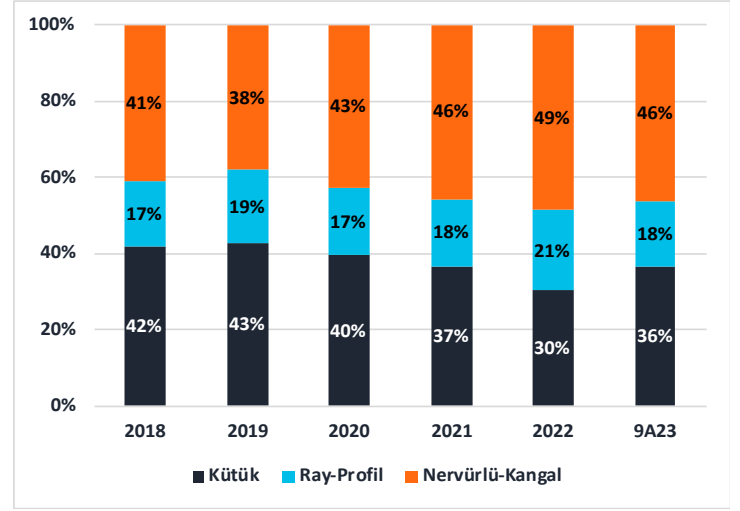
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Riskler. Küresel durgunluk nedeniyle çelik fiyatlarında gerileme, düşük iç talep nedeniyle Çin'in ihracatı artırması, üretim ve ihracata yönelik kısıtlamalar neticesinde hammadde fiyatlarında artış ile Türk lirasında beklenenden daha az değer kaybının aşağı yönlü temel riskler olduğunu düşünüyoruz. Dünya genelinde para politikalarında beklenenden daha hızlı gevşeme, Çin'de üretimin sınırlandırılmasına yönelik alınacak kararlar ile ithal ürünlere gelecek ilave vergiler değerlememizde yukarı yönlü riskleri oluşturuyor.

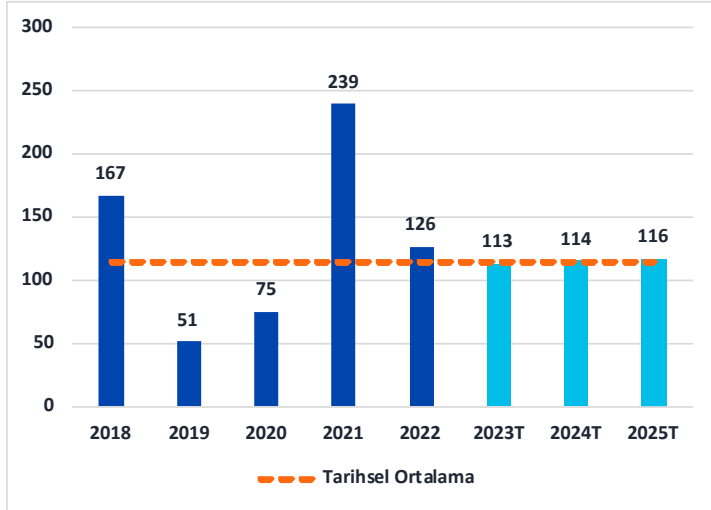
Grafik 13: Satışlar (mn ton)



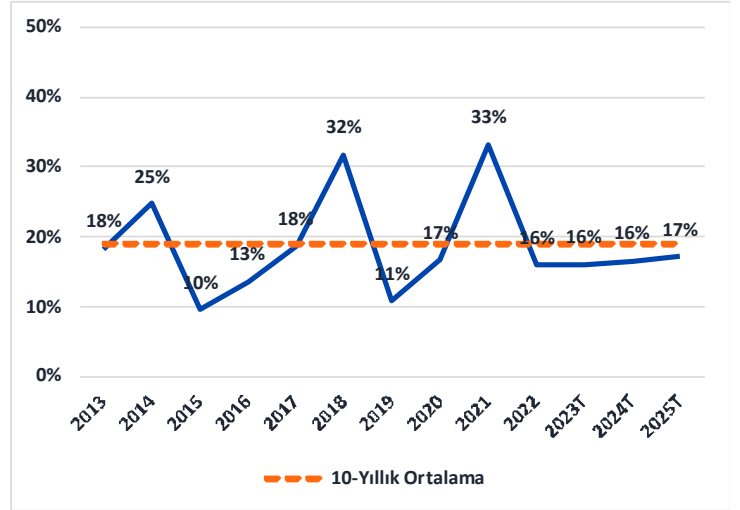
Grafik 14: Satışların dağılımı



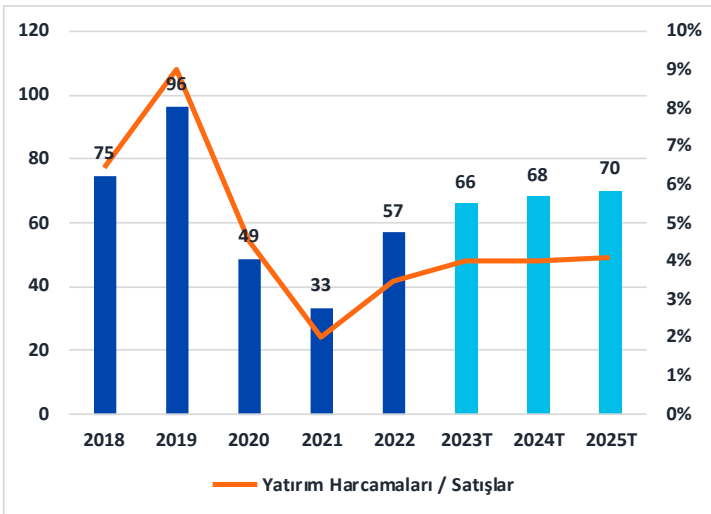
Grafik 15: Ton başına FAVÖK (\$) / Satışlar



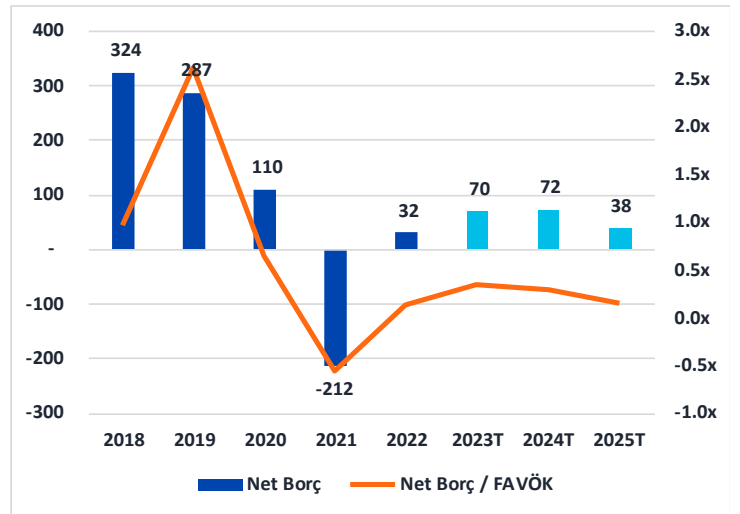
Grafik 16: FAVÖK marjı



Grafik 17: Yatırım harcamaları (\$) / Satışlar



Grafik 18: Net borç (\$) & Net borç / FAVÖK



Kaynak: Şirket & İş Yatırım Tahminleri

Akbank

| Faaliyet Konusu | Ortaklık Yapısı (%) |
|---------------------------------|---|
| Ticari bankacılık faaliyetleri. | Diğer 59.25 Hacı Ömer Sabancı Hold 40.75 |

| Gelir Tablosu (m n ₺) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T | Bilanço (m n ₺) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satış Gelirleri | 10,105 | 18,751 | 26,747 | 41,928 | 53,198 | Dönen Varlıklar | 8,444 | 11,239 | 16,459 | 27,744 | 35,099 |
| Brüt Kar (Zarar) | 3,273 | 2,922 | 4,177 | 7,016 | 9,214 | Nakit ve Nakit Benzerleri | 3,666 | 1,294 | 2,675 | 6,289 | 7,980 |
| Operasyonel Giderler | 98 | 199 | 294 | 461 | 585 | Ticari Alacaklar | 1,158 | 2,869 | 4,030 | 6,318 | 8,016 |
| Esas Faaliyet Karı | 3,173 | 2,722 | 3,883 | 6,555 | 8,629 | Stoklar | 2,188 | 5,437 | 7,420 | 11,478 | 14,461 |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | 108 | -773 | -1,849 | -377 | -481 | Diğer Dönen Varlıklar | 1,431 | 1,635 | 2,334 | 3,659 | 4,642 |
| Net Finansman Gelir (Gideri) | -319 | -361 | -649 | -2,989 | -1,921 | Duran Varlıklar | 6,486 | 6,994 | 11,888 | 18,023 | 22,687 |
| Vergi Öncesi Kar (Zarar) | 3,057 | 1,734 | 1,422 | 3,228 | 6,272 | Özkaynak Yönt. Değ. Yat. | 12 | 29 | 47 | 67 | 81 |
| Vergi Giderleri (Gelirleri) | 420 | 246 | 286 | 807 | 1,568 | Maddi Duran Varlıklar | 6,428 | 6,837 | 11,545 | 17,499 | 22,022 |
| Net Kar | 2,637 | 1,488 | 1,136 | 2,421 | 4,704 | Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 21 | 28 | 36 | 49 | 66 |
| Düzeltilmiş Net Kar | 2,635 | 1,487 | 1,136 | 2,421 | 4,704 | Diğer Uzun Vadeli Varlıklar | 22 | 96 | 260 | 408 | 517 |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı | 2,737 | 2,336 | 3,495 | 4,916 | 6,471 | Toplam Varlıklar | 14,930 | 18,233 | 28,348 | 45,767 | 57,786 |
| FAVÖK | 3,341 | 2,958 | 4,151 | 6,895 | 9,079 | Kısa Vadeli Yükümlülükler | 6,564 | 8,646 | 14,243 | 26,010 | 30,319 |
| | | | | | | Finansal Borçlar | 709 | 784 | 3,149 | 8,780 | 8,564 |
| | | | | | | Ticari Borçlar | 4,162 | 5,241 | 7,729 | 11,956 | 15,063 |
| | | | | | | Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 1,691 | 2,619 | 3,365 | 5,274 | 6,692 |
| | | | | | | Uzun Vadeli Yükümlülükler | 1,549 | 1,743 | 2,109 | 1,573 | 3,362 |
| | | | | | | Finansal Borçlar | 1,078 | 917 | 931 | -274 | 1,019 |
| | | | | | | Ticari Borçlar | 88 | 120 | 171 | 268 | 341 |
| | | | | | | Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 382 | 706 | 1,007 | 1,579 | 2,003 |
| | | | | | | Özkaynaklar | 6,818 | 7,844 | 11,995 | 18,184 | 24,105 |
| | | | | | | Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 6,818 | 7,844 | 11,995 | 18,184 | 24,105 |
| | | | | | | Ödenmiş Sermaye | 780 | 780 | 780 | 780 | 780 |
| | | | | | | Rezerv ve Diğer Kalemler | 3,399 | 5,572 | 10,079 | 14,983 | 18,622 |
| | | | | | | Dönem Net Karı (Zararı) | 2,637 | 1,488 | 1,136 | 2,421 | 4,704 |
| | | | | | | Toplam Kaynaklar | 14,930 | 18,233 | 28,348 | 45,767 | 57,786 |

| Büyümler & Opr. Perf. | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Büyümler | | | | | |
| Net Satışlar | 96% | 86% | 43% | 57% | 27% |
| Faaliyet Karı | 354% | -14% | 43% | 69% | 32% |
| FAVÖK | 292% | -11% | 40% | 66% | 32% |
| Net Kar | -53% | n.a | -24% | 113% | 94% |

| Operasyonel Performans | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brüt Marj | 32.4% | 15.6% | 15.6% | 16.7% | 17.3% |
| Faaliyet Kar Marjı | 31.4% | 14.5% | 14.5% | 15.6% | 16.2% |
| FAVÖK Marjı | 33.1% | 15.8% | 15.5% | 16.4% | 17.1% |
| Efektif Vergi Oranı | 13.8% | 14.2% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| Net Kar Marjı | 26.1% | 7.9% | 4.2% | 5.8% | 8.8% |
| Özkaynak Karlılığı | 55.6% | 20.3% | 11.5% | 16.0% | 22.2% |
| Aktif Karlılığı | 23.6% | 9.0% | 4.9% | 6.5% | 9.1% |

| Rasyo Analizi | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|--------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Düzeltilmiş F / K (x) | 8.2 | 14.5 | 18.9 | 8.9 | 4.6 |
| FD / FAVÖK (x) | 6.9 | 7.8 | 5.6 | 3.3 | 2.5 |
| FD / Satışlar (x) | 2.3 | 1.2 | 0.9 | 0.5 | 0.4 |
| PD / Defter Değeri (x) | 3.2 | 2.7 | 1.8 | 1.2 | 0.9 |
| Hisse Başı Kazanç (₺) | 3.4 | 1.9 | 1.5 | 3.1 | 6.0 |
| Hisse Başı Temettü (₺) | 0.0 | 0.9 | 0.2 | 0.4 | 1.6 |
| Temettü Verimi | 0.0% | 6.4% | 1.0% | 1.3% | 5.6% |
| Net Borç (Nakit) (mn ₺) | -1,878 | 405 | 1,406 | 2,216 | 1,602 |
| Net Borç / FAVÖK (x) | a.d | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| Net Borç / Özsermaye (x) | a.d | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |

Kaynak: İş Yatırım

| Nakit Akım (m n ₺) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|-------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| İşletme Faal. Kay. Net Nakit | 3,475 | -1,220 | 658 | 502 | 3,402 |
| Düzeltilme Öncesi Kar | 2,637 | 1,488 | 1,136 | 2,421 | 4,704 |
| Amortisman & İtfa Payları | 168 | 236 | 268 | 339 | 450 |
| İşletme Sermayesindeki Değ. | 506 | -2,881 | -657 | -2,118 | -1,574 |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit Akış | 164 | -63 | -89 | -140 | -178 |
| Yatırım Faal. Kay. Nakit | -106 | -520 | -1,070 | -1,665 | -2,155 |
| Sabit Sermaye Yatırımları | -201 | -646 | -1,070 | -1,665 | -2,155 |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı | 95 | 126 | 0 | 0 | 0 |
| Serbest Nakit Akım | 3,368 | -1,740 | -412 | -1,163 | 1,248 |
| Finansman Faal. Kay. Nakit | -688 | -632 | 1,792 | 4,778 | 443 |
| Finansal Borçlardaki Değişim | -500 | -561 | 2,380 | 4,425 | 1,077 |
| Temettü Ödemeleri | 0 | -617 | -171 | -284 | -1,210 |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı | -185 | 546 | -418 | 637 | 577 |
| Net Nakit Değişimi | 2,679 | -2,370 | 1,379 | 3,614 | 1,691 |

Tablo 12: Uluslararası Benzer Şirketler

| | F/K | | FD/FAVÖK | | FD/Satışlar | |
|---------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T |
| VOESTALPINE AG | 9.1x | 8.6x | 4.0x | 4.0x | 0.4x | 0.4x |
| BAOSHAN IRON & S | 11.3x | 10.0x | 5.4x | 5.0x | 0.5x | 0.5x |
| MAANSHAN IRON-H | | 7.5x | 10.1x | 7.6x | 0.4x | 0.5x |
| OUTOKUMPU OYJ | 13.6x | 8.6x | 4.0x | 3.4x | 0.3x | 0.3x |
| THYSSENKRUPP AG | 12.5x | 4.7x | 0.2x | 0.2x | 0.0x | 0.0x |
| TATA STEEL LTD | | 13.5x | 11.8x | 7.7x | 1.1x | 1.1x |
| KOBE STEEL LTD | 6.8x | 8.6x | 5.2x | 5.6x | 0.6x | 0.6x |
| NSSMC | 7.5x | 7.0x | 6.4x | 5.9x | 0.7x | 0.7x |
| ARCELORMITTAL | 5.8x | 5.1x | 3.7x | 3.5x | 0.4x | 0.4x |
| SSABB SWITZERLAND | 10.1x | 10.5x | 4.7x | 4.8x | 0.6x | 0.6x |
| POSCO | 15.6x | 12.7x | 6.1x | 5.5x | 0.6x | 0.6x |
| ACERINOX | 7.5x | 6.9x | 4.4x | 4.1x | 0.5x | 0.4x |
| CHINA STEEL CORP | 38.9x | 27.1x | 15.9x | 11.8x | 1.7x | 1.7x |
| CSNA Brazil | 9.9x | 10.2x | 4.5x | 4.8x | 1.2x | 1.2x |
| US STEEL CORP | 14.9x | 12.7x | 6.3x | 5.5x | 0.7x | 0.7x |
| Salzgitter AG | 6.3x | 4.9x | 2.9x | 2.6x | 0.2x | 0.2x |
| Angang Steel Co LTD_H | | 13.1x | 9.2x | 6.8x | 0.3x | 0.3x |
| Medyan | 10.0x | 8.6x | 5.2x | 5.0x | 0.5x | 0.5x |
| Ortalama | 12.1x | 10.1x | 6.2x | 5.2x | 0.6x | 0.6x |
| EREGL | 10.2x | 5.5x | 5.3x | 3.4x | 0.8x | 0.6x |
| KRDMD | 8.9x | 4.6x | 3.3x | 2.5x | 0.5x | 0.4x |
| EREGL iskonto/prim | 3% | -36% | 3% | -33% | 52% | 20% |
| KRDMD iskonto/prim | -11% | -47% | -36% | -50% | -6% | -24% |

Source: Bloomberg & Is Investment Estimates

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez. (www.isinvestment.com)