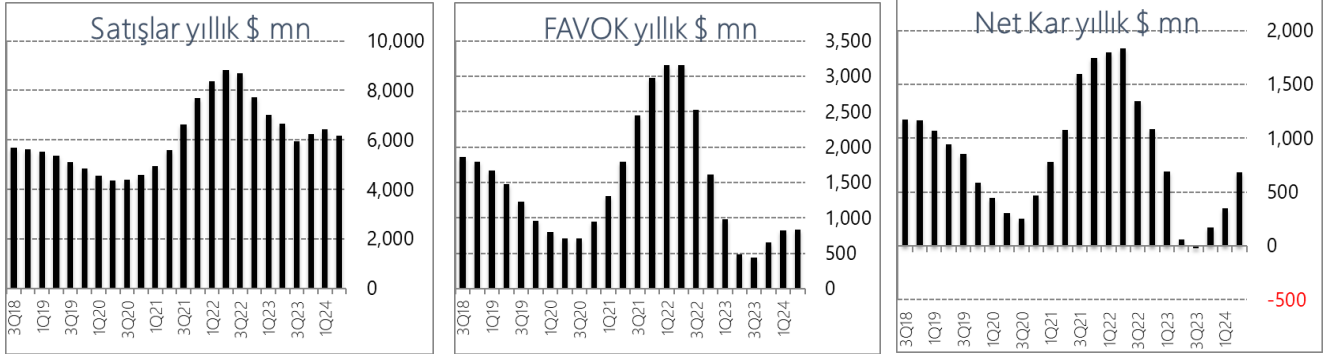


Yassı Çelik İthalatına Yönelik Damping Önlemi Uygulamaları, Şirkete Etkisi ve Piyasa Çarpanları Bazında Değerlendirme

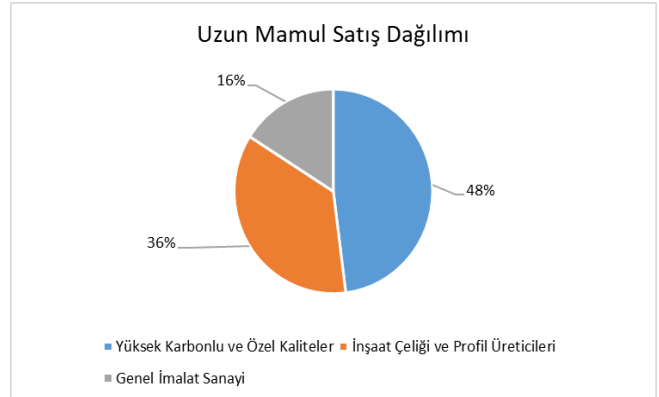
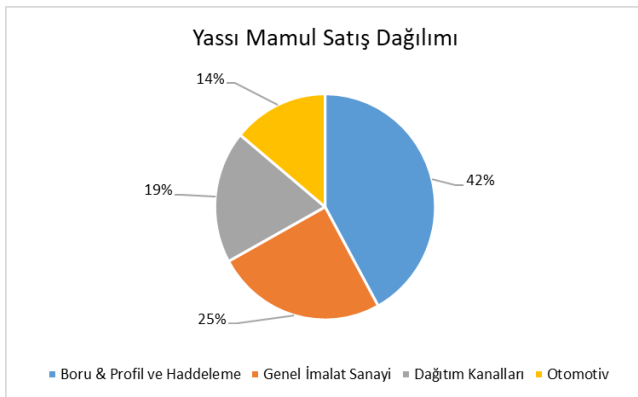
11 Ekim 2024 tarihli Resmi Gazete’de İthalatta Haksız Rekabetin Önlenmesine İlişkin Tebliğ ile Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli "sıcak haddelenmiş yassı çelik" ithalatına yönelik damping önlemi uygulanması kararlaştırıldı. Soruşturma sonucunda Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli soruşturma konusu ürün ithalatının dampingli olduğu ve yerli üretim dalında zarara neden olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle ürünün ithalatında CIF bedelinin %6,1’i ile %43,3’ü arasındaki oranlarda dampinge karşı kesin önlem uygulanmasına karar verildi.

Üretim, Satış ve Karlılık Genel Bilgiler

Türkiye’nin en büyük entegre çelik üretim şirketi olan Ereğli Demir Çelik Ocak-Haziran 2024 döneminde 4,0 milyon ton üretim, 3,9 milyon ton satış ve %93 ham çelik kapasite kullanım oranı ile ilk yarıyı tamamlamıştır. Miktarsal bazda yıllık üretim artışı %24 ve satış artışı %23 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde yaklaşık 3,2 milyar \$ ciro, 441 milyon \$ FAVÖK ve 316 milyon \$ net kar elde etmiştir. Satış gelirlerinin %81’i yurtiçi ve %19’u ihracat gelirlerinden oluşmuştur.

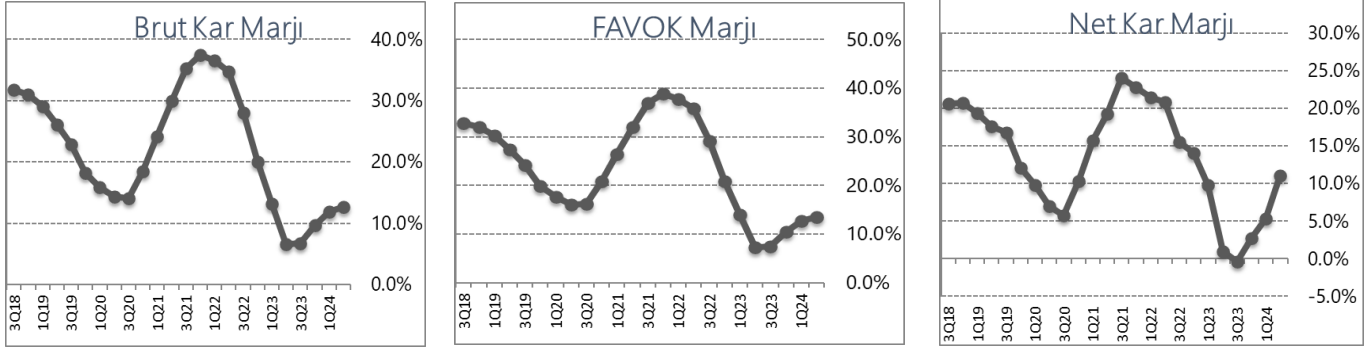


Şirketin 2024 ilk yarıda yassı mamul yurtiçi satışlarının ton bazında %42’si boru & profil ve haddemele alanında, %25’i genel imalat sanayi, %14’ü otomotiv ve %19’u dağıtım kanalları alanında gerçekleşmiştir. Uzun mamul tarafında ise satışların %48’i yüksek karbonlu ve özel kaliteler alanında, %36’si inşaat çeliği ve profil üreticileri ve %16’sı genel imalat sanayi alanında gerçekleşmiştir.



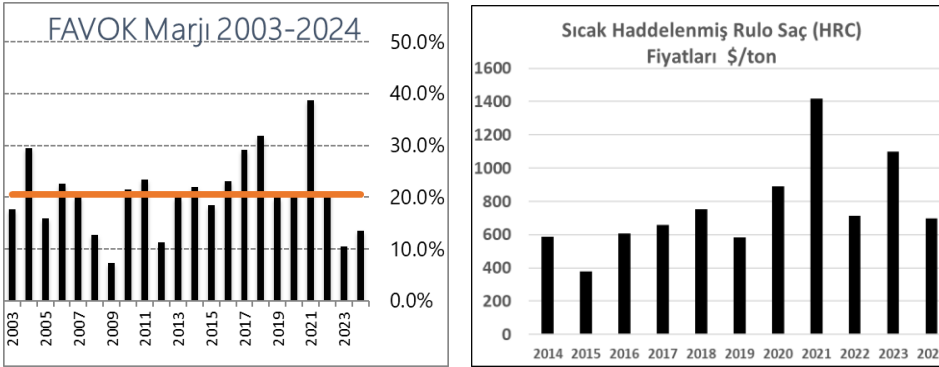
Kar Marjları

Şirketin kar marjları genelde global çelik fiyatlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak değişmektedir. Son 5 yıllık döneme bakıldığında 2021 yılında %40'lara yaklaşan FAVÖK marjının 2023 yılında depresmin de etkisiyle %7'lere gerilemenin ardından 2024 yılında tekrar yükselerek %13-14 bandına ulaşmıştır.



Uzun dönem kar marjları ve çelik fiyatları

Şirketin 2023-2024 yılları arasında 20 yıllık uzun vadeli döneme bakıldığında ise genel olarak ekstrem dönemler hariç %10 - 30 bandında ortalama %20 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Sıcak haddelenmiş rulo sac (HRC) fiyatları ise son 10 yıllık dönemde 500 \$/ton seviyelerinden 2021 yılında 2000 \$/ton seviyelerine yaklaşmakla birlikte Çin ekonomisinde ve global ekonomide yavaşlama ile birlikte son dönemde 700 \$/ton seviyelerine gerilemiştir. Geçtiğimiz haftalarda Çin'in teşvik paketleri ile hafif yükseliş eğilimi görülmekle birlikte son 3 yılın en düşük seviyelerine yakın seyretmektedir.



Çin başta olmak üzere Asya'dan gelen çelik fiyatlarının piyasa fiyatlarının oldukça altında hatta bazı üretici firmaların maliyetlerinin altında olmak üzere ithal edilmesi Türk sanayi için stratejik olan çelik sektörünü koruma amacıyla dumping soruşturması yapılmasına ve anti dumping vergisi getirilmesine neden olmuştur. Bu kapsamda yurtiçi çelik fiyatları üzerindeki baskının Kasım ayından itibaren azalması ve yükselmesi beklenilmektedir. Yükselmesi beklenen fiyatların kar marjlarına olumlu yansımaları öngörülmektedir. Bilançolar üzerinde ise anlamlı etkisinin ise belirgin şekilde 2025 yılı ilk çeyrekte itibaren görülmesi beklenilmektedir. Beklentimiz Çin teşvikleri ve yurtiçi ithalat vergisi ile birlikte şirket FAVÖK marjlarının mevcut %13-14 bandından 2025 yılında uzun yıllar ortalaması olan %20 seviyelerine yükselebileceği şeklindedir.

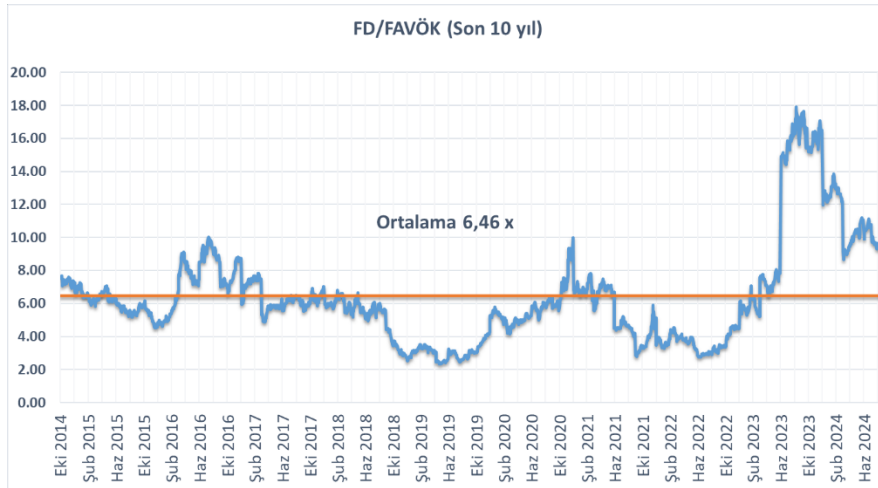
Ayrıca şirketin Bingöl'deki demir cevheri yatırımının uzun vadede 3-4 yıllık süreçte şirketin yurtdışı hammaddeye bağımlılığını önemli ölçüde azaltmasını, şirketin kar marjlarında ciddi iyileşme sağlanmasını ve şirket risk primini azaltıcı/şirket değerlemesini yükseltici faktör olarak değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Bazında Değerleme

Ereğli Demir Çelik için 2023 yılındaki 6,2 milyar \$'lık satış gelirlerinin 2024 yılında 6,5 milyar \$'a ve 2025 yılında ise satışlarda ton bazında hafif iyileşme, çelik fiyatlarında düşük fiyatlı ithalat baskısının azalması ve Çin teşviklerinin süreceğine yönelik beklentimiz çerçevesinde %10 artışla 7,2 milyar \$ seviyesine yükselmesini beklemekteyiz. Bununla birlikte şirketin 2024 ilk yarıdaki 441 milyon \$'lık FAVOK'un 2024 yılı sonunda 926 milyon \$ ve FAVOK marjının çelik fiyatlarındaki artış beklentisine bağlı olarak %20 seviyesindeki uzun vadeli ortalamasına yakınsayacağını varsayarak 2025 yılında 1,4 milyar FAVOK elde etmesini beklemekteyiz. Net kar olarak ise beklentimiz 2024 yılı için 665 milyon \$ ve 2025 yılı için 1,03 milyar \$ seviyesinde bulunuyor. Şirketin net borcunda önemli bir değişiklik beklememekteyiz. Şirketin özsermayesinin ise 2024/06 dönemindeki 6,5 milyar \$ seviyesinden artan karlılığa bağlı olarak 2025 yılında temettü ödenmemiş şekli ile 7,9 milyar \$ seviyesine ulaşacağını tahmin etmekteyiz.

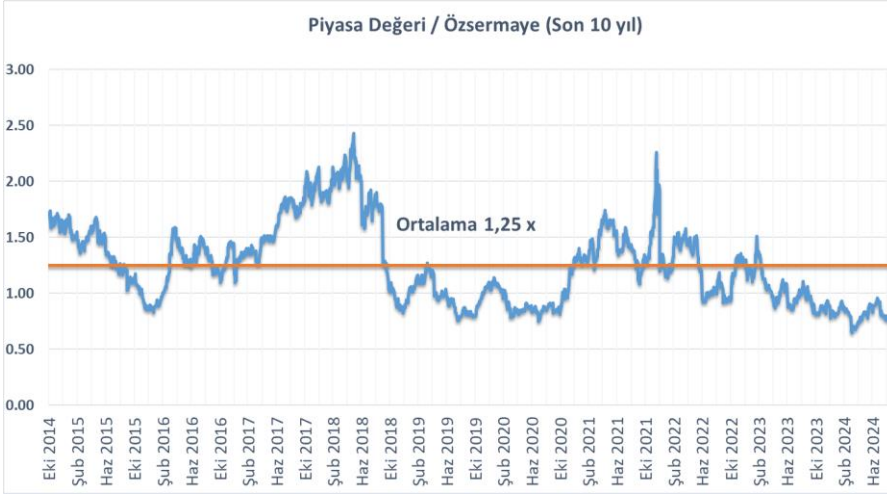
Firma Değeri / FAVÖK

Ereğli Demir Çelik mevcut durumda 9,53x FD/FAVOK çarpanından işlem görmektedir. Ereğli Demir Çelik için şirketin 2025 yılında 1,435 milyon \$ FAVOK beklentimiz çerçevesinde FD/FAVOK çarpanının da uzun vadeli yıllar ortalamasında (6,46x) gerçekleşebileceğini öngörerek 7,388 milyon \$ piyasa değerine ulaşmaktayız.



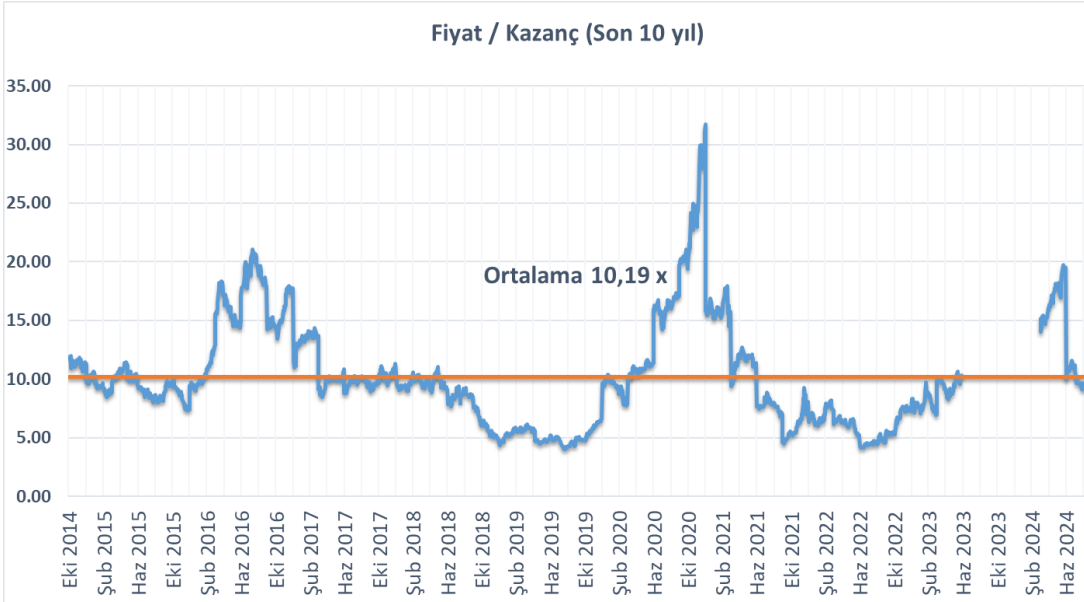
Piyasa Değeri / Özsermaye

Ereğli Demir Çelik 0,78x piyasa değeri / özsermaye çarpanından işlem görmektedir. Şirketin artması beklenen karlılıkla birlikte 2025 yılında temettü ödememiş şekli ile 7,965 milyon \$ özsermaye büyüklüğüne ulaşmasını beklemekteyiz. Söz konusu özsermaye büyüklüğü kapsamında şirket piyasa değerinin en azından 1,0x olması durumunda 2025 yılsonunda 7,965 milyon \$ piyasa değerine ulaşmasını beklemekteyiz.



Fiyat / Kazanç

Ereğli D.Ç. mevcut durumda 9,5x Fiyat / Kazanç oranından işlem görmektedir. Şirketin son 10 yıllık fiyat / kazanç ortalaması ise (aşırı sapma dönemleri hariç) 10,19x şeklinde gerçekleşmiştir. Şirket 2024 ilk yarıda 317 milyon \$ (son bir yıllık dönem 685 milyon \$) net kar elde etmiştir. Şirketin 2024 yıl sonunda 685 milyon \$ ve marjlarda genel iyileşmeye bağlı olarak 2025 yılında 1,031 milyon \$ net kar elde etmesini öngörmekteyiz. Bununla birlikte BIST 100 şirket ortalama fiyat/kazanç oranı 8,58x şeklindedir. Çin'in yavaşlayan ekonomiyi canlandırmak için teşvik planları açıklasa da global düzeyde çelik fiyatlarındaki volatilité nedeniyle şirketi için 8,58 tahmini fiyat/kazanç çarpanı bazında 8,58 milyar \$ piyasa değeri öngörmekteyiz.



Riskler

Şirket sektörel yapısı gereği global çelik fiyatlarındaki yükseliş ve düşüşlerden önemli derecede etkilenebilmektedir. Son 20 yıllık dönemdeki FAVOK marjlarındaki dalga boyunun (genel olarak % 10 - 40) genişliği bu durumu göstermektedir. Ayrıca global olarak çelik sektörünün en büyük oyuncusu Çin'in sektördeki global rekabeti bozucu destekleri gündemde kalmaya devam etmektedir. Ayrıca satış maliyetlerinde en önemli giderlerden biri olan kömür fiyatları da kar marjlarını etkilemektedir. Dolayısıyla şirket kar marjları volatildir. Global olarak Çin'e karşı ABD başta olmak üzere çeşitli ülkeler ek vergi önlemi almaktadır. Bununla birlikte Çin'de ekonomik teşviklere karşın ekonomide yavaşlama üretim fazlasını aşırı düşük fiyatlarla ihracat yapılması çelik fiyatlarını baskılama riskinin gündemde kalmaya devam edeceğini göstermektedir.

Sonuç

2025 yılı tahminlerimiz çerçevesinde FD/FAVOK, Piyasa Değeri / Özsermaye ve Fiyat / Kazanç piyasa çarpanları bazında sırasıyla 7,382 milyon \$, 7,965 milyon \$ 8,580 milyon \$ olmak üzere eşit ağırlıklı olarak 7,975 milyon \$ tahmini piyasa değerine ulaşmaktayız. Şirket mevcut durumda 4,957 milyon \$ piyasa değerinden işlem görmekte olup söz konusu tahmini piyasa değerine göre (hisse başına tahmini değer 2,28 \$ = Güncel 34,21 USDTRY kuru ile 78.00 TL) %61 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**Reşitpaşa Mah. Eski Büyükdere Cd. No:2 Kat: 5 -6****Telefon****0 212 345 00 62****444 39 34****E-posta info@trive.com.tr****RİSK UYARISI**

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.