

## 2020 4.Ç Mali Tablo Analizi

### Gerçekleşen ve Tahminler

**Net kar beklentilerin üzerinde:** Erdemir, 4Ç20 finansallarında bizim beklentimiz ve piyasa beklentisinin sırasıyla %15 ve %17 üzerinde 1.859 milyon TL net kar açıkladı (İş Yatırım: TL1.614 milyon TL, Piyasa: 1.592 milyon TL). Yıllık net kar büyümesi sekiz kattan fazla gerçekleşti. Tahminlerimizdeki sapmanın nedeni, beklentimizden düşük gerçekleşen hammadde maliyetleri oldu. Ayrıca Erdemir, finansal sonuçların yanında hisse başına 1,85 TL brüt temettü açıkladı (İş Yatırım beklentisi: Hisse başına 1,49 TL). Beklentilerden yukarıda güçlü sonuçlar ve açıklanan yüksek temettü rakamına piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz.

### Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

**Satışlar beklentilere paralel:** 2020 yılında Türkiye'nin çelik tüketimi 2019'a göre %13,1 artarak 29,4 milyon TL olarak gerçekleşti. Erdemir'in 4Ç20 satış hacmi ise, yıllık bazda %13,1'lik artışla 2,3 milyon ton olarak gerçekleşerek, 2020 yılının satış hacmini şirketin beklentisine paralel şekilde 8,5 milyon tona çıkardı. Ortalama ton başına çelik satış fiyatı ise 4Ç20'de çeyreklik bazda %8, yıllık bazda ise %2 artarak 552\$/ton'a yükseldi. Böylece, Erdemir'in ortalama ton başına çelik satış fiyatı, 2019'a göre %8 düşüş ile 538\$/ton olarak gerçekleşti. Satışlar, 4Ç20'de yıllık bazda %56,7 büyüyerek bizim beklentimiz ve piyasa beklentisine paralel şekilde 10,1 milyar TL oldu (İş Yatırım: 10,0 milyar TL, Piyasa: 10,0 milyar TL). Sonuç olarak, 2020 satış rakamı ortalama kur ve artan satış hacminin de etkisiyle yıllık bazda %16,7 büyüyerek 32,0 milyar TL'ye ulaştı (2019: 27,5 milyar TL).

**Operasyonel karlılıkta güçlü büyüme:** FAVÖK, 4Ç19'un düşük çelik fiyatları ve yüksek hammadde maliyetlerinin etkisiyle oluşan baz etkisine istinaden güçlü büyüme göstererek bir önceki yılın aynı dönemindeki rakamın neredeyse 4 katına çıktı. 2.685 milyon TL'lik 4Ç20 FAVÖK rakamı, bizim beklentimizin %19, piyasa beklentisinin %17 üzerinde geldi (İş Yatırım: 2.260 milyon TL, Piyasa: 2.293 milyon TL). FAVÖK marjı ise, 4Ç20'de 4Ç19'daki %10,9'a kıyasla %26,6'ya yükseldi. 4Ç20'de ton başına FAVÖK ise, 147\$/ton ile 125\$/ton'luk beklentimizin %18 üzerinde gerçekleşti (Şirket tarafından raporlanan ton başına FAVÖK: 144\$/ton). Böylece 2020 yılı FAVÖK'ü yıllık bazda %22,1'lik büyüme ile 6.665 milyon TL olurken, FAVÖK marjı da 2019'daki %19,9'dan %20,8'e yükselmiş oldu. Sonuç olarak Erdemir, %16-18 bandında olan 2020 beklentisinden daha yukarıda bir FAVÖK marjı yakalamış oldu.

**Yüksek temettü açıklandı:** Erdemir, finansal sonuçlara ek olarak hisse başına 1,49 TL olan brüt temettü beklentimizin üzerinde 1,85 TL'lik brüt temettü dağıtma kararı aldı. Açıklanan rakam, %12'lik bir temettü verimine işaret ediyor. Şirket, dağıtımın Mart ayı içerisinde yapılmasının yine Mart ayında yapılacak Genel Kurul'un onayına sunulacağını açıkladı.

**Net nakit pozisyonu:** Şirketin net nakit pozisyonu 2020 sonunda 984 milyon dolar oldu (3Ç20 sonu: 833 milyon dolar).

### Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm

**AL tavsiyemizi koruyoruz:** Erdemir için hisse başına 18,5 TL'lik hedef fiyatla AL tavsiyemizi koruyoruz. Mevcut hedef fiyat, %21'lik getiri potansiyeline işaret ediyor. Şirket, 2021 tahminlerimize göre 7,2x'lik F/K ve 3,7x'lik FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %31 ve %33 iskontolu işlem görüyor. 1Ç21'e de yansımaları beklediğimiz yüksek çelik fiyatlarının yılın geri kalanında da yükselmeye devam etmesi potansiyelinin yukarı yönlü risk teşkil ettiğini düşünüyoruz. Öte yandan, hammadde fiyatlarındaki potansiyel yükseliş, özellikle de demir cevherindeki yukarı yönlü hareketler aşağı yönlü risk teşkil etmeye devam ediyor. Şirketin bugün düzenleyeceği analist toplantısı sonrası tahminlerimizi gözden geçirebiliriz.

AL

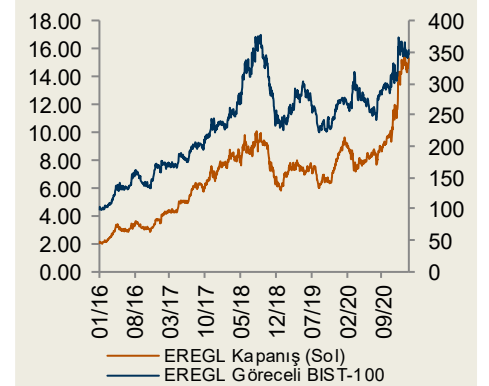
Yükselme Potansiyeli 23%

Kodu	TL (₺)	ABD \$
<b>Fiyat Bilgileri</b>		
Kapanış	15.05	2.17
12 Aylık Hedef Fiyat	18.50	2.26
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	14.32	1.75
Piyasa Değeri (mn)	53,550	7,592
Halka Açık PD (mn)	25,479	3,612
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	517.5	68.1
Hisse sayısı (Adet mn)		3,500
Takas Saklama Oranı (%)		48

Çarpanlar	2019G	2020G	2021T
F/K	16.1	16.2	7.2
PD/DD	1.8	1.3	1.1
FD/FAVÖK	8.5	7.0	3.7

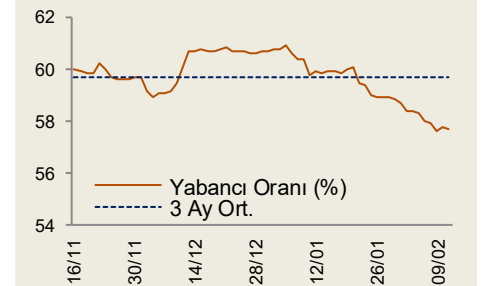
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL (₺)	1.1	2.5	72.3
ABD \$	6.1	8.0	47.4
BIST-100 Relatif	1.1	-2.1	33.8

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 7.14 15.95

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 58



Ege Taşar

etasar@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 54

Esra Şirineli

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Ereğli Demir Çelik

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Ataer Holding A.Ş.	49.3 Yassı Demir Çelik İmal ve satışı
Diğer	38.6
Expert Placement Services Limited	7.0
Arcelor Investment Services S.A.	5.1

UFRS Gelir Tablosu (TL m n)	4Ç19	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	2019	2020
<b>Net Satışlar</b>	<b>6.454</b>	<b>6.379</b>	<b>7.404</b>	<b>8.153</b>	<b>10.112</b>	<b>27.465</b>	<b>32.048</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>587</b>	<b>878</b>	<b>1.189</b>	<b>1.425</b>	<b>2.433</b>	<b>5.011</b>	<b>5.925</b>
Faaliyet Giderleri	187	174	200	187	224	702	785
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>400</b>	<b>703</b>	<b>989</b>	<b>1.238</b>	<b>2.209</b>	<b>4.309</b>	<b>5.140</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>701</b>	<b>1.006</b>	<b>1.336</b>	<b>1.638</b>	<b>2.685</b>	<b>5.458</b>	<b>6.665</b>
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	154	199	58	317	-57	758	518
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>554</b>	<b>902</b>	<b>1.047</b>	<b>1.556</b>	<b>2.153</b>	<b>5.067</b>	<b>5.658</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-298	-579	-443	-933	-192	-1.573	-2.148
<b>Net Kar</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>101</b>	<b>178</b>	<b>201</b>

Büyüme & Opr. Perf.	4Ç19	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	2019	2020
<b>Büyüme</b>							
Net Satışlar (yıllık)	-15%	-11%	-1%	27%	57%	2%	17%
Faaliyet Gideri (yıllık)	-3%	6%	12%	7%	20%	6%	12%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	-79%	-52%	-31%	24%	452%	-44%	19%
FAVÖK (yıllık)	-68%	-42%	-23%	28%	283%	-37%	22%
Net Kar (yıllık)	-86%	-70%	-57%	-26%	717%	-41%	0%

Marjlar	4Ç19	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	2019	2020
Brüt Marj	9,1%	13,8%	16,1%	17,5%	24,1%	18,2%	18,5%
Faaliyet Gideri / ciro	2,9%	2,7%	2,70%	2,29%	2,2%	2,6%	2,4%
Faaliyet Kar Marjı	6,2%	11,0%	13,4%	15,2%	21,9%	15,7%	16,0%
FAVÖK Marjı	10,9%	15,8%	18,0%	20,1%	26,6%	19,9%	20,8%
Net Kar Marjı	3,5%	4,7%	7,7%	7,1%	18,4%	12,1%	10,3%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	11,6%	8,7%	5,9%	4,8%	8,9%	24,3%	18,7%
Özkaynak Karlılığı	9,0%	6,4%	4,9%	3,0%	8,0%	20,4%	15,4%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	7,8%	6,0%	4,1%	3,4%	6,2%	16,0%	12,6%
Effektif Vergi Oranı	53,9%	64,2%	42,3%	60,0%	8,9%	31,0%	38,0%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	28,2%	34,3%	13,0%	28,0%	18,6%	26,4%	22,8%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	28,8%	28,3%	2,5%	18,9%	6,6%	20,5%	13,1%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	260%	218%	72%	139%	70%	133%	110%

UFRS Nakim Akım (TL m n)	4Ç19	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	2019	2020
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>1.819</b>	<b>2.189</b>	<b>960</b>	<b>2.283</b>	<b>1.883</b>	<b>7.243</b>	<b>7.316</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	255	323	604	622	1.961	3.494	3.510
Amortisman & İtfa Payları	301	303	347	400	476	1.150	1.525
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	153	279	50	162	-449	-312	43
İşletme Sermayesindeki Değ.	1.110	1.284	-41	1.098	-104	2.912	2.237
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>42</b>	<b>-385</b>	<b>-776</b>	<b>-741</b>	<b>-1.217</b>	<b>-1.622</b>	<b>-3.119</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-716	-281	-413	-603	-687	-1.399	-1.984
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	759	-104	-363	-137	-531	-224	-1.136
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>1.862</b>	<b>1.804</b>	<b>184</b>	<b>1.542</b>	<b>666</b>	<b>5.621</b>	<b>4.196</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>540</b>	<b>252</b>	<b>1.317</b>	<b>-970</b>	<b>-2.342</b>	<b>-3.568</b>	<b>-1.743</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	387	482	1.363	-218	-2.702	1.311	-1.075
Temettü Ödemeleri	0	-9	0	-807	0	-4.889	-816
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	154	-221	-46	55	360	10	148
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	-75	192	133	313	-158	-158	480
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>2.328</b>	<b>2.248</b>	<b>1.634</b>	<b>885</b>	<b>-1.834</b>	<b>1.895</b>	<b>2.933</b>

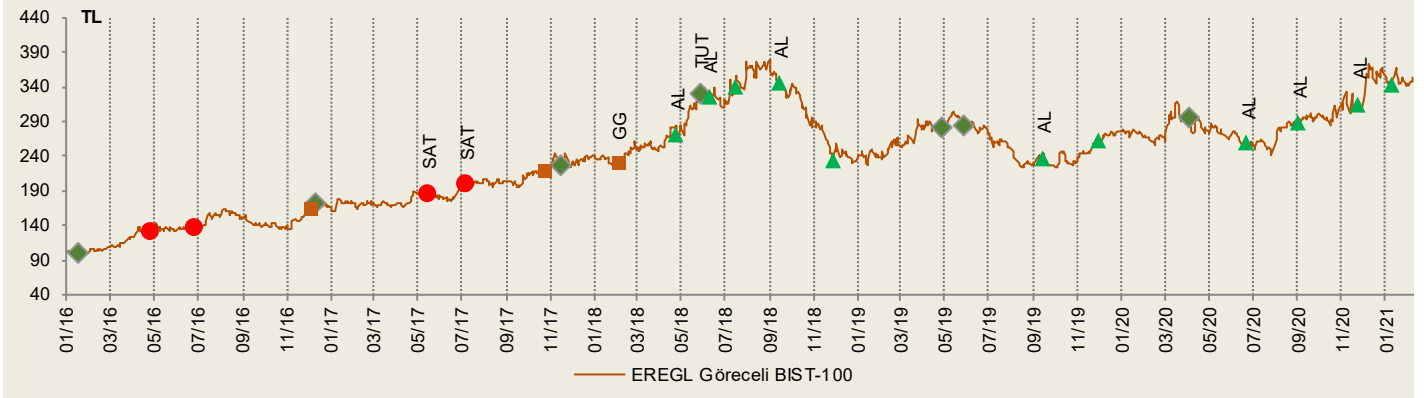
Kaynak: İş Yatırım

UFRS Bilanço (TL mn)	4Ç19	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>24.137</b>	<b>26.708</b>	<b>29.162</b>	<b>31.036</b>	<b>28.507</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.691	13.007	14.666	15.591	13.581
Ticari Alacaklar	3.344	3.295	3.451	3.713	3.828
Stoklar	9.329	9.354	9.725	10.637	10.107
Diğer Dönen Varlıklar	772	1.053	1.321	1.095	992
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>22.536</b>	<b>24.674</b>	<b>26.310</b>	<b>30.467</b>	<b>29.487</b>
Maddi Duran Varlıklar	20.654	22.590	23.778	27.532	26.062
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	313	334	344	385	411
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1.123	1.287	1.668	1.970	2.466
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>46.673</b>	<b>51.382</b>	<b>55.472</b>	<b>61.502</b>	<b>57.994</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9.450</b>	<b>10.301</b>	<b>11.904</b>	<b>11.844</b>	<b>9.434</b>
Finansal Borçlar	5.559	5.896	7.168	6.282	3.786
Ticari Borçlar	2.937	2.875	2.886	3.289	3.767
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	954	1.530	1.851	2.272	1.882
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5.975</b>	<b>6.555</b>	<b>6.823</b>	<b>8.160</b>	<b>7.438</b>
Finansal Borçlar	2.142	2.223	2.311	2.856	2.813
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.833	4.332	4.512	5.305	4.625
<b>Özkaynaklar</b>	<b>31.247</b>	<b>34.526</b>	<b>36.745</b>	<b>41.498</b>	<b>41.122</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	30.299	33.484	35.621	40.222	39.809
Azınlık Payları	948	1.042	1.124	1.276	1.312
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>46.673</b>	<b>51.382</b>	<b>55.472</b>	<b>61.502</b>	<b>57.994</b>

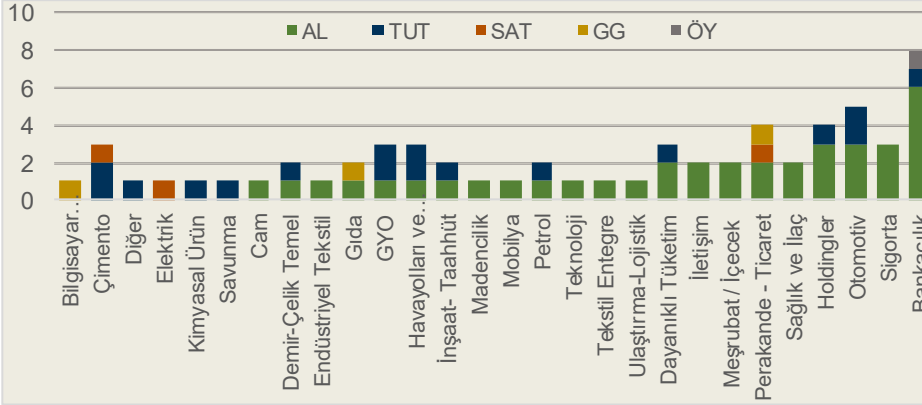
Yatırımlar ve Borçluluk	4Ç19	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20
Net Sabit Sermaye Yatırımları	716	281	413	603	687
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	11,1%	4,4%	5,6%	7,4%	6,8%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akım)	1.110	1.284	-41	1.098	-104
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	17,2%	20,1%	-0,6%	13,5%	-1,0%
Net Borç (Nakit)	-2.991	-4.888	-5.187	-6.453	-6.983
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	-0,5	-1,0	-1,2	-1,4	-1,0

Kaynak: İş Yatırım

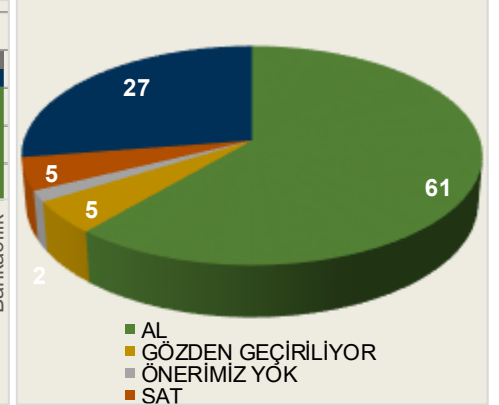
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



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.