

Cazip değerlendirme sunuyor

4 Ekim 2018

Yurtiçi inşaat sektöründeki sert daralmaya rağmen, (i) güçlü seyreden global fiyat - maliyet makası, (ii) yerli hammadde tedariki ve (iii) yüksek hurda fiyatları ile elektrik fiyatlarındaki artış sebebiyle elektrik ark ocağı yoğun iç pazarda güçlenen rekabet gücü, Kardemir'in operasyonel karlılığını desteklemeye devam ediyor. Yönetim, satış hacmindeki potansiyel daralmanın gelirler üzerindeki etkisini kütük ve kangal satışları ile sınırlamayı planlıyor. Karabük bölgesindeki tek kütük üretici olan Şirket, yoğun kütük talebi süren bölgede, tek tedarikçi olmanın avantajını yaşamaktadır.

Pazardaki zayıflığa rağmen operasyonel karlılık görünümü güçlü.

Şirket yönetimi uzayan stok vadesi ve çeyrekler arasında fatura geçişmelerinin etkisiyle %10'luk bir hacim kaybı öngörmekte. Ancak güçlü global fiyat seviyeleri, yurtiçi çelik üreticilerinin lehine devam ediyor. 3Ç18'de Kardemir'in ton başına FAVÖK performansının 1Y18 ortalaması olan \$165 seviyesine (bir kereye mahsus hurda stoğu gelirine göre düzeltilmiştir) yakın kalmasını bekliyoruz (3Ç17: \$90/ton idi). Ancak yüksek kur farkı giderleri net karı baskılayan faktör olacaktır.

2019 yılı marjlarda normalleşme getirebilir.

Çin ekonomik büyümesinde yavaşlama, yine ülkede kış dönemi kapasite kesintilerine ilişkin politikalarda potansiyel değişiklikler, gelişmekte olan piyasalarda zayıflık ve artan global korumacılık önlemleri sebebiyle yatırımcı algısında bozulma, 2019 yılında global çelik fiyatlarında baskı oluşturabilir. 2019 yılı için mufazakar olarak Kardemir'in FAVÖK marjında 12 puanlık daralma öngörüyoruz. Marj daralmasındaki ana varsayımlarımız, ortalama satış fiyatında \$65/ton daralma, TL'deki değer kaybı sebebiyle yeni sözleşme döneminde hammadde maliyetleri tarafında artabilecek baskı ve yarı mamul satışlarının toplam satışlar içerisinde artabilecek payıdır. 2018 yılında Kardemir'in düzlt. FAVÖK/ton performansının \$153/ton ve 2019 yılında ise \$85/ton seviyesinde olmasını öngörüyoruz.

Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ile takibimizdeki hisseler arasına yeniden dahil ediyoruz.

Yurtiçi talep ortamındaki sert daralmaya rağmen, entegre üretici olan ve faaliyet gösterdiği Karabük bölgesinde tek oyuncu statüsünde olan Kardemir'in sektörde rekabet avantajının süreceğini düşünüyoruz. Muhafazakar tahminlerimize rağmen değerlemeyi cazip bulmaktayız. 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına TL5.30 'dur ve %35 yukarı potansiyel sunmaktadır. KRDMMD hisseleri 2018 ve 2019 tahminlerimize göre 3.0x FD/FAVÖK ve 4.2x FD/FAVÖK ile işlem görmekte ve emsallerine göre sırasıyla %51 ve %28 iskonto sunmaktadır.

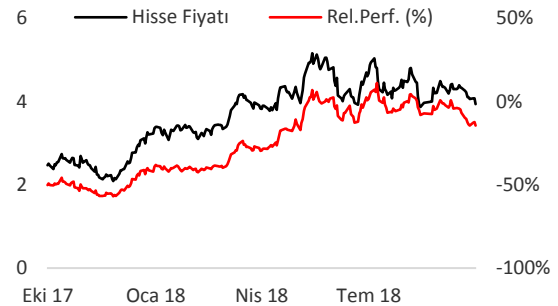
Bloomberg/Reuters Kodu	KRDMMD TI / KRDMMD.IS
Hisse Fiyatı (TL)	3.94
Hedef Fiyat (TL)	5.30
Yükseliş Potansiyeli	35%
Expected Dividend Yield	5.2%

Piyasa Değeri (mn TL)	3,074
Halka Açıklık (%)	89.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	5.16 / 2.09
Ort. Gün. İşlem Hacmi	93.8
Net Borç (mn TL)	449
Firma Değeri (mn TL)	3,523

	2016	2017	2018T	2019T
Net Satışlar	2,337	3,973	5,566	6,578
% büyüme	4.7%	70.0%	40.1%	18.2%
FAVÖK	314	734	1,693	1,238
% marj	13.5	18.5	30.4	18.8
Net Kar	-124	252	775	828
% marj	-5.3	6.3	13.9	12.6
Sermaye Getirisi	-5%	11%	27%	24%
Kar Payı	0	0	159	283
% Kar dağıtım oranı	0	0	21	34
% Kar payı verimi	0.0%	0.0%	5.2%	9.2%

Çarpanlar				
F/K	-36.3	17.9	5.8	5.4
FD/FAVOK	27.7	13.4	3.0	4.2
F/DD	2.0	1.8	1.4	1.2

	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-15%	0%	0%	0%
Mutlak	-12%	-15%	70%	23%



Oyak Yatırım Araştırma
research@oyakyatirim.com.tr

Şekil 1: Şirket Finansalları

Gelir Tablosu Tlmn	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satışlar	2,231	2,337	3,973	5,566	6,578	8,335
Satışların Maliyeti	2,070	2,088	3,301	3,949	5,459	6,551
Brüt Kar	161	249	672	1,618	1,119	1,784
Faaliyet Giderleri	50	61	78	83	92	111
Faaliyet Karı	111	188	594	1,535	1,027	1,674
FAVÖK	213	314	734	1,693	1,238	1,925
Diğer kar/zarar	111	188	594	1,535	1,027	1,674
Finansal Gelirler, Net	-260	-350	-289	-723	-69	111
Vergi	-147	-85	-32	85	146	270
Net Kar	-21	-124	252	775	828	1,530
Hisse Başı Net Kar	0.0	-0.1	0.2	0.5	0.5	0.9
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.7

Büyüme	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Satışlar	1.9%	4.7%	70.0%	40.1%	18.2%	26.7%
FAVÖK	-60.6%	47.9%	133.5%	130.6%	-26.9%	55.4%
Net Kar	-105.8%	480.2%	-303.2%	208.2%	6.8%	84.7%

Bilanço Tlmn	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Hazır Değerler & Menkul Kıymetler	260	330	990	776	591	1,261
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	198	412	771	870	1,028	1,303
Stoklar	691	700	756	1,132	1,722	1,983
Maddi Duran Varlıklar	3,658	3,827	3,946	4,253	4,496	4,592
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30	32	37	40	43	47
Diğer Varlıklar	300	355	428	560	620	737
Toplam Varlıklar	5,137	5,656	6,928	7,632	8,501	9,923
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	333	500	507	407	307	207
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	781	680	1,409	1,249	1,727	2,072
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	1,395	1,600	1,404	1,204	904	604
Diğer Yükümlülükler	279	638	1,161	1,549	1,744	2,105
Özkaynaklar	2,349	2,238	2,448	3,223	3,819	4,934
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	5,137	5,656	6,928	7,632	8,501	9,923
Düzl. Net Borç	1,468	1,771	921	835	620	-450

Değerleme Rasyoları*	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Özsermaye Karlılığı	-0.9%	-2.7%	5.4%	13.7%	11.8%	17.5%
FAVÖK Marjı	9.5%	13.5%	18.5%	30.4%	18.8%	23.1%
Net Kar Marjı	-1.0%	-5.3%	6.3%	13.9%	12.6%	18.4%
Düzl. Net Borç/Özkaynak	0.6x	0.8x	0.4x	0.3x	0.2x	-0.1x
Düzl. Net Borç/DAVÖK	6.9x	5.6x	1.3x	0.5x	0.5x	-0.2x
KV Borçlar/Toplam Borçlar	19.3%	23.8%	26.5%	25.3%	25.4%	25.5%
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	45.7%	39.6%	35.3%	42.2%	44.9%	49.7%
Cari Oran	1.1x	1.0x	1.0x	1.1x	1.1x	1.3x
Temettü Odama Oranı	0%	0%	0%	30%	50%	50%

Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım

*Değerleme rasyoları Kardemir D tipi hisse içindir.

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.