

Erdemir

Endekse Paralel Getiri

Güncel Fiyat: 40,98TL

12-Aylık Hedef Fiyat: 45TL (önceki 48,60TL)

2Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Ezgi Yılmaz

Ezgi.Yilmaz@akyatirim.com.tr

Analist Ömer Faruk Yüksel

OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr

Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Fiyat Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	37,346	30,141	28,505	1A		2Ç22	30%
FAVÖK	3,823	3,600	3,581	3A		3Ç22	15%
Marj	10.2%	11.9%	12.6%	SBB		4Ç22	2%
Net Kar	-3,999	-3,288	-3,647			1Ç23	5%
						2Ç23	10%

Beklenenden iyi operasyonel sonuçlara karşın dipte piyasa beklentisinin %22 aşağısında kaldı...

Erdemir, 2Ç23'te 3,99 milyar TL net zarar açıklayarak piyasa beklentisi olan 3,29 milyar TL net zarar'ın %22 altında ve AK Yatırım tahmini olan 3,65 milyar TL net zarar'ın %10 altında kalmış oldu. Kur çevrim farklarından kaynaklanan 4,32 milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi gideri, net zararın temel nedeni olarak öne çıktı.

FAVÖK beklentilerin hafif üzerinde geldi... Erdemir, 2Ç23'te 3,82 milyar TL FAVÖK raporlayarak (y/y: -%65, ç/ç: +%175), hem piyasa beklentisini hem de bizim tahminimizi sırasıyla %6 ve %7 oranlarında sınırlı miktarda geçmiş oldu. Ton başına FAVÖK 141 ABD\$ seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK/ton'daki iyileşmede İsdemir'in 2Ç23'te tekrar faal hale gelmesinin etkisi oldu.

Satış hacmi beklentimize paralel gerçekleşti... Şirket, 2Ç23'te çeyrekse bazda %6 artışla 1,65 milyon ton (AK Yatırım tahmini: 1,65 milyon ton) satış hacmine ulaştı.

6A23'te 434mn ABD\$ sermaye harcaması... Şirket 6A23'te 434mn ABD\$ sermaye harcaması yaptı (6A22: 218mn ABD\$).

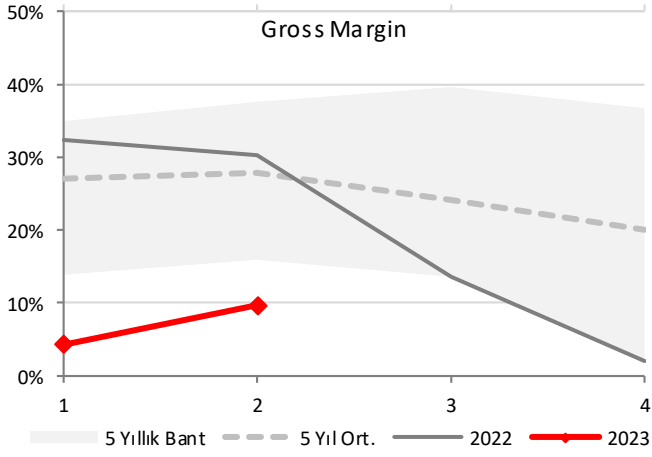
Net borç 1,3 milyar ABD\$ seviyesine yükseldi... 324 milyon ABD\$ negatif serbest nakit akışı ve borçlanmalardan kaynaklı 413 milyon ABD\$ net artış sonucunda Net Borç/FAVÖK oranı 1Ç23'teki 0,8x seviyesinden 2Ç23'te 2,3x seviyesine yükseldi. Bu oran, Erdemir için son 10 yılın en yüksek seviyesi oldu.

2023 beklentilerimiz: 2023'te 7 milyon ton satış hacmi (y/y: -%10), 130 ABD\$ FAVÖK/ton, 650 milyon ABD\$ sermaye harcaması ve %36 NİS/Satış oranı bekliyoruz.

Yorumlar ve Tavsiye: Net Borç/FAVÖK oranının 2,3x'e yükselerek son 10 yılın en yüksek seviyesini oluşturması ve net kar/zarar kalemindeki gerçekleşmenin piyasa beklentisinin %22 aşağısında kalması nedeniyle piyasa beklentisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. Modelimizi son gerçekleştirmeler ışığında güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı %7 düşürerek 45 TL'ye (önceki 48,60 TL) indirirken, tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri" olarak koruyoruz.

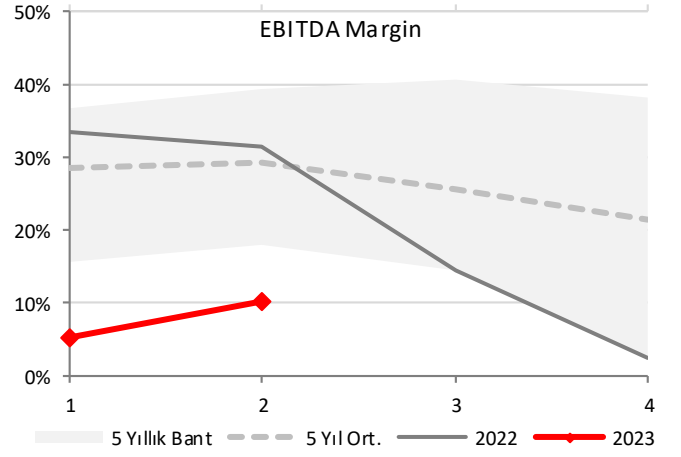
Özet Kâr Tahminleri, milyon TL	Eski			Yeni			Değişim		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Net Satışlar	149,846	208,491	203,227	168,738	218,553	213,708	13%	5%	5%
FAVÖK	21,510	33,850	38,432	21,953	33,915	38,405	2%	0%	0%
FAVÖK/ton (ABD\$)	128	143	150	130	143	150	2%	0%	0%
Net Kar	3,042	13,880	17,972	2,360	13,782	18,112	-22%	-1%	1%

Brüt Marj, 2018-2023



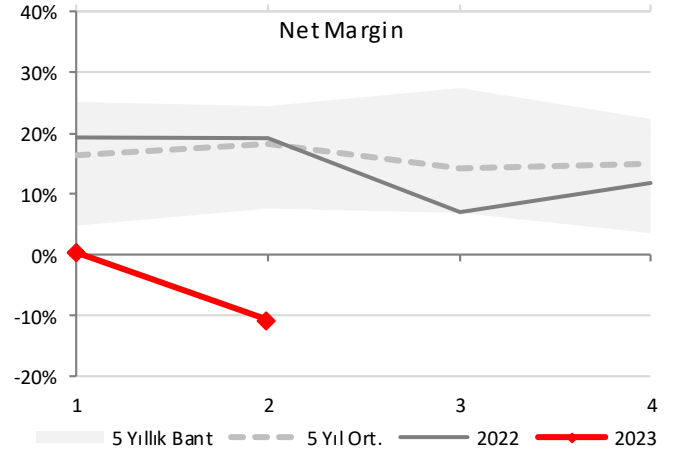
Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

FAVÖK Marjı, 2018-2023



Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

Net Marj, 2018-2023



Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23
Satış Gelirleri	34,609	36,723	27,248	26,274	37,346	63,813	63,620
Brüt Kar	10,504	5,026	560	1,126	3,627	19,953	4,753
Operasyonel Giderler	539	635	737	746	1,097	1,005	1,844
Faaliyet Karı	9,965	4,391	-177	379	2,530	18,947	2,909
FAVÖK	10,851	5,365	674	1,389	3,823	20,616	5,213
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-83	-185	-560	-393	-1,270	-303	-1,663
Vergi Öncesi Kar	9,883	4,206	-738	-14	1,260	18,644	1,246
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,961	-1,526	3,960	80	-5,314	-5,894	-5,234
Vergi Sonrası Net Kar	6,922	2,680	3,223	66	-4,053	12,751	-3,987
Azınlık Payları	283	115	48	-24	-54	485	-79
Net Kar	6,639	2,565	3,175	90	-3,999	12,265	-3,909
Büyüme (Yıllık)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23
Satış Gelirleri	141.5%	101.1%	8.3%	-10.0%	7.9%	157.3%	-0.3%
Operasyonel Giderler	119.1%	152.7%	87.9%	60.0%	103.7%	120.2%	83.4%
Faaliyet Karı	94.0%	-37.1%	-102.0%	-95.8%	-74.6%	120.8%	-84.6%
FAVÖK	93.2%	-28%	-93%	-85.8%	-64.8%	117.7%	-74.7%
Net Kar	108.6%	-48.7%	-32.8%	-98.4%	-160.2%	111.4%	-131.9%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23
Brüt Kar Marjı	30.4%	13.7%	2.1%	4.3%	9.7%	31.3%	7.5%
Operasyonel Gider Marjı	1.6%	1.7%	2.7%	2.8%	2.9%	1.6%	2.9%
Faaliyet Kar Marjı	28.8%	12.0%	-0.7%	1.4%	6.8%	29.7%	4.6%
FAVÖK Marjı	31.4%	14.6%	2.5%	5.3%	10.2%	32.31%	8.19%
Efektif Vergi Oranı	30.0%	36.3%	537.0%	568.3%	421.6%	31.6%	420.0%
Net Kar Marjı	19.2%	7.0%	11.7%	0.3%	-10.7%	19.2%	-6.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-8.6%	-0.3%	31.1%	15.3%	-3.2%	0.9%	4.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-14.8%	-9.5%	13.3%	-3.7%	-24.7%	-5.7%	-16.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-27%	-2%	1258%	288%	-31%	3%	54%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.9%	7.6%	19.6%	11.5%	17.4%	5.0%	15.0%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-28.9%	-5.0%	32.1%	14.8%	-4.2%	-17.2%	3.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-2,972	-106	8,480	4,008	-1,196	566	2,811
Düzeltilme Öncesi Kar	6,922	2,680	3,223	66	-4,053	12,751	-3,987
Amortisman ve İtfa Payları	886	974	852	1,010	1,293	1,668	2,304
İşletme Sermayesindeki Değişim	-10,002	-1,852	8,758	3,894	-1,576	-10,969	2,318
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-779	-1,908	-4,352	-963	3,140	-2,883	2,177
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,156	-3,390	-4,844	-4,983	-8,047	-4,179	-13,030
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,051	-2,779	-5,347	-3,022	-6,505	-3,219	-9,526
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-105	-610	503	-1,961	-1,542	-960	-3,503
Serbest Nakit Akımı	-5,129	-3,496	3,637	-975	-9,243	-3,613	-10,218
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-756	665	902	5,547	2,014	-11,194	7,562
Finansal Borçlardaki Değişim	-313	639	945	5,774	3,057	3,889	8,831
Temettü	-535	0	0	0	0	-15,720	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	93	25	-43	-227	-1,043	637	-1,270
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-3,751	-679	3,849	4,861	-4,724	-11,108	138

Bilanço (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23
Dönen Varlıklar	80,756	85,462	80,656	84,645	106,013
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,002	11,378	15,186	20,082	15,330
Finansal Yatırımlar	454	374	700	1,330	1,538
Ticari Alacaklar	15,569	17,413	15,602	12,455	15,675
Stoklar	49,353	52,315	44,152	44,444	60,631
Diğer Dönen Varlıklar	3,831	4,356	5,715	7,665	14,376
Duran Varlıklar	78,029	89,666	94,237	99,884	141,057
Finansal Yatırımlar	1	1	128	127	127
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	481	548	606	620	711
Maddi Duran Varlıklar	65,305	74,465	80,716	84,912	119,066
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,795	5,258	5,305	5,363	7,141
Diğer Duran Varlıklar	7,448	9,393	7,483	8,862	14,011
Toplam Varlıklar	158,785	175,128	174,894	184,529	247,070
Kısa Vadeli Yükümlülükler	34,385	35,440	35,909	41,557	59,036
Finansal Borçlar	16,234	18,585	21,172	26,922	39,218
Ticari Borçlar	12,174	11,221	11,228	10,959	13,533
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,977	5,634	3,508	3,676	6,286
Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,172	25,330	20,323	21,464	31,341
Finansal Borçlar	8,470	9,158	8,408	9,353	10,171
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,701	16,172	11,914	12,111	21,169
Özkaynaklar	101,228	114,358	118,662	121,508	156,693
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	98,643	111,416	115,645	118,451	152,778
Azınlık Payları	2,584	2,941	3,017	3,057	3,915
Toplam Kaynaklar	158,785	175,128	174,894	184,529	247,070
Yatırım Sermayesi (IC)	128,631	146,895	144,971	149,812	211,921
İşletme Sermayesi	52,748	58,507	48,526	45,939	62,773
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	49%	47%	38%	37%	49%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D:	50,602	57,229	50,733	49,928	70,864
Toplam Borç	24,704	27,743	29,581	36,276	49,389
Net Borç / (Nakit)	12,248	15,991	13,694	14,864	32,521
Net Borç / G12A FAVÖK	0.3	0.4	0.5	0.8	2.9
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-12,686	-9,146	-5,659	6,064	-1,389

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023