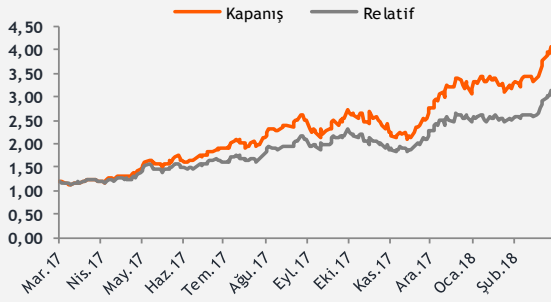


16 Mart 2018 Cuma

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Kardemir
Hisse Kodu	: KRDM - KRDM T1, KRDM D1S
Fiyat (TL)	: 4,09
Hedef Fiyatı (TL)	: 5,00
Yükselme Potansiyeli	: %22,2
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 742,6
HAO (%)	: %89

Kardemir Türkiye'nin 2,4 mn ton kapasite ile uzun mamulde cevher dayalı üretim yapan ilk entegre demir çelik fabrikasıdır. Şirket pik, blum, kütük, nervürlü inşaat çeliği, profil, köşebent, maden direği, ray, kok ve kok yan ürünleri üretmektedir. Kardemir, ray ve ağır profil üretiminde Türkiye ve bölge ülkeler arasında tek kuruluş haline gelmiştir. Kardemir'in sermayesi 3'e bölünmüştür. A tipi hisseler sermayenin %21,08'ini, yönetim kurulu üyelerinin 4'ünü; B tipi hisseler sermayenin %10,48'ini, yönetim kurulu üyelerinin 2'sini; D tipi hisseler sermayenin %68,44'ünü, yönetim kurulu üyelerinin 1'ini temsil etmektedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	25,08	47,65	255,65
Rölatif %	24,03	37,74	171,43
En Yüksek (TL)	3,30	2,79	1,19
En Düşük (TL)	3,20	2,63	1,16

Analist : Serap KAYA  
İletişim : 0(212) 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## “Güçlü beklentilerle değerlendirme olarak hala cazip”

Katma değeri yüksek ürünlerin gelirler içerisindeki ağırlığının artacağı, hammaddede maliyet avantajını sürdüreceği beklentimiz nedeniyle şirketin 2018 görünümünü olumlu buluyoruz. Son 12 ayda BIST 100'ün oldukça üzerinde performans göstermesine rağmen; Kardemir'in Filyos Limanının devreye girmesi ile ihracat potansiyelinin yükselecek olması, enerji maliyetini düşürmeye yönelik atılan adımların karlılığa katkıları, 3,5 mn ton kapasiteye ulaşma yolundaki çalışmalar ve borçluluğundaki azalmalar nedeniyle, hissenin hala değerlendirme olarak cazibesini koruduğunu düşünüyoruz. Kardemir (D) hedef fiyatımızı 2,57 TL'den 5,00 TL'ye yükseltiyor, mevcut fiyatın %22 yükselme potansiyeli taşıdığını öngörüyoruz. Uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimiz ise “Endeks Üzeri Getiri” olarak güncelliyoruz.

(mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Temettü	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2015	2.231	213	-21	-	-	26,3 x
2016	2.337	314	-124	-	-	17,8 x
2017	3.973	734	252	-	18,5 x	7,6 x
2018T	4.662	1.154	700	-	6,7 x	4,8 x
2019T	4.639	763	359	175	13,0 x	7,3 x
2020T	5.152	1.011	535	90	8,7 x	5,5 x

\*F/K ve FD/FAVÖK çarpanı KRDM için oluşturulmuştur.

- **2018'de dünya çelik tüketimi güçlü kalmaya devam edecek --** 2018'de Çin'de çelik tüketen sektörlerin daha yavaş büyüyeceği beklentisi nedeniyle ülkenin çelik piyasasının zayıflayacağı, bunun yanında dünyada Çin hariç çelik tüketiminde %1,5-2,5 düzeyinde artış kaydedileceği bekleniyor. Çin'in iç piyasa tüketiminin azalması ihracat piyasalarına yönelme riskini artırır da çelik talebinde beklenen güçlü seyri fiyatlardaki sert bir düşüşe engel olacak en önemli etmen olarak görüyoruz. Çin'de çevreci baskılarla gerçekleşecek 25-35 mn tonluk kapasite azaltımlarının ve bazı şehirlerde fabrika duruşlarının Kasım'a kadar uzatılmasının etkisiyle Çin'in çelik ihracatının çelik piyasalarında baskı yaratması beklenmiyor.
- **Borçluluk oranının gerilemesiyle kur riski azalıyor --** 2017 sonu itibarıyla 1,9 mlr TL (yaklaşık 507 mn \$) olan finansal borçlarının %93'ünün döviz cinsi olması şirket için kur hassasiyeti yaratmaktadır. Bununla birlikte brüt borcunu 2017'de yaklaşık 100 mn \$ azaltan Şirketin Net Borç/FAVÖK oranı da yılsonu itibarıyla 1,25 (x) seviyesine geriledi. Şirket bu oranın bu seviyelerde korunmasını hedeflemektedir.
- **İnşaat demiri fiyatlarındaki muhtemel baskı hedef fiyatımıza dahil --** Kısa vadede yüksek çelik fiyatları nedeniyle sektörün ithalat baskısı altında kalmasını beklemesek de, fiyatların gevşediği dönemde Kardemir'in de aralarında bulunduğu uzun çelik üreticileri için fiyat baskısı yaratabileceğini düşünüyoruz. 2017'de şirketin satış gelirlerinin %28'ini inşaat demiri oluşturdu. Kardemir'e yönelik finansal projeksiyonlarımızda oldukça muhafazakar bir yaklaşımla inşaat demiri fiyatlarının 2018'de %15 düşeceğini, 2019'da ise %13 daha düşeceğini varsayıyoruz.
- **Düşük maliyetli hammadde stokunun 2018'de marjları artırmasını bekliyoruz -** Kardemir cevher ve kömür ihtiyacını Haziran sonuna kadar cazip fiyatlarla kontrata bağlamış durumdadır. Şirket cevher kullanımının %75'ini düşük fiyatlı yerli kaynaklardan tedarik etmektedir. Yükselen ürün fiyatlarının yanında üretimdeki maliyet avantajının şirketin kar marjlarını bu dönemde yukarıya taşıyacağını düşünüyoruz.
- **2018'de karlı ürünlerin payının artması marjları olumlu etkileyecek --** 2018'de şirket beklentilerine paralel kangal satışlarının 360 bin ton (2017: 250 bin ton), ray satışlarının 200 bin ton (2017: 128,6 bin ton) olmasını bekliyoruz. 2018'de kütük payının düşük kalmasının yanı sıra kangal ile ray satışlarının ve toplam içindeki ağırlığının artmasını bekliyoruz.
- **Kardemir için hisse başı hedef fiyatımız 5,00 TL --** 2018T 4,8x FD/FAVÖK çarpanıyla yurtdışı benzerlerine kıyasla %24, Erdemir'e göre %22 iskontoyla işlem görmekte olan KRDM hissesi için hedef fiyatımızı 2,57 TL'den 5,00 TL'ye yükseltiyor, kısa vadeli önerimizi “Endeks Üzeri Getiri” (Endeks Paralel Getiri'den) olarak güncelliyoruz. Kardemir için hedef fiyatımız %22 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.

16 Mart 2018 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	2.231	2.337	3.973	4.662	4.639	5.152
FVÖK	111	188	594	1.014	617	855
Amortisman Giderleri	102	127	140	140	147	157
FAVÖK	213	314	734	1.154	763	1.011
Finansal Gelir/Gider (Net)	-292	-402	-383	-177	-217	-230
VÖK	-169	-209	220	847	409	635
Vergiler	147	85	32	-146	-50	-100
Net Dönem Karı	-21	-124	252	700	359	535
HBK	-	-	0,22	0,61	0,31	0,47

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	260	330	990	485	705	591
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	198	412	771	905	901	1.000
Stoklar	691	700	756	840	927	989
Maddi Duran Varlıklar	3.658	3.827	3.946	4.173	4.495	4.860
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30	32	37	39	42	46
Diğerleri	300	355	428	411	435	453
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>5.137</b>	<b>5.656</b>	<b>6.928</b>	<b>6.854</b>	<b>7.505</b>	<b>7.938</b>
Finansal Borçlar	1.728	2.101	1.911	1.850	2.326	2.131
Kısa Vadeli	333	500	507	429	540	494
Uzun Vadeli	1.395	1.600	1.404	1.421	1.786	1.636
Ticari Borçlar	781	680	1.409	1.619	1.611	1.789
Özsermaye	2.349	2.237	2.447	3.148	3.332	3.777
Net Borç	1.468	1.771	921	1.365	1.621	1.540

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	-169	-209	220	847	409	635
Amortisman	102	127	140	140	147	157
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	253	-589	325	-314	8	91
Vergi	147	85	32	-146	-50	-100
Yatırım Harcaması	-606	-586	-212	-130	-371	-464
Temettü Ödemesi	0	-90	0	0	0	-175
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	554	373	-190	-61	475	-195
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-282	959	345	-840	-399	-63
Yıl boyunca yaratılan nakit	282	-889	315	336	618	-51
Dönemsonu Nakit	260	330	990	485	705	591

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%1,9	%4,7	%70,0	%17,4	-%0,5	%11,1
FAVÖK	-%60,6	%47,9	%133,5	%57,1	-%33,8	%32,5
Net Kar	-	%477,9	-	%178,5	-%48,7	%49,0

Çarpanlar*	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	2,5	2,4	1,4	1,2	1,2	1,1
FD/FAVÖK	26,3	17,8	7,6	4,8	7,3	5,5
F/K	-	-	18,5	6,7	13,0	8,7
PEG Rasyo	-	-	-	0,0	0,3	0,2
PD/DD	2,0	2,1	1,9	1,5	1,4	1,2

Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	-%0,9	-%5,4	%10,7	%25,0	%11,1	%15,1
FAVÖK Marjı	%9,5	%13,5	%18,5	%24,7	%16,5	%19,6
Net Kar Marjı	-%1,0	-%5,3	%6,3	%15,0	%7,7	%10,4
Net Borç/Özsermaye	%62,5	%79,2	%37,6	%43,4	%48,6	%40,8
Net Borç/FAVÖK	%690,1	%563,2	%125,5	%118,3	%212,3	%152,2
KV Borç/UV Borç	%23,9	%31,3	%36,1	%30,2	%30,2	%30,2
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%45,7	%39,6	%35,3	%45,9	%44,4	%47,6
Borç/Öz Kaynak	%73,5	%93,9	%78,1	%58,8	%69,8	%56,4
Cari Oran	%109,3	%100,2	%97,5	%120,5	%129,9	%125,2
Nakit Temettü	%7,9	%0,0	%0,0	%0,0	%15,4	%7,9

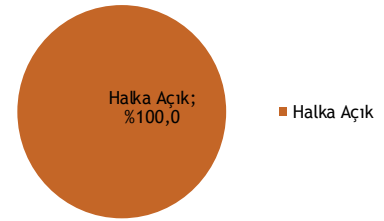
\*Çarpanlar Kardemir (D) için oluşturulmuştur.

Şirket	Kardemir
Hisse Kodu	KRDMD - KRDM T1, KRDM D IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	4,09
Hedef Fiyat (TL)	5,00
Yükselme Potansiyeli	22,2%

## Kardemir Hakkında

Türkiye'nin uzun mamulde cevhere dayalı üretim yapan ilk entegre demir çelik fabrikasıdır. Kardemir pik, blum, kütük, nervürlü inşaat çeliği, profil, köşebent, maden direği, ray, kok ve kok yan ürünleri üretmektedir. Kardemir, ray ve ağır profil üretiminde Türkiye ve bölge ülkeler arasında tek kuruluş haline gelmiştir. Kardemir'in sermayesi 3'e bölünmüştür. A tipi hisseler sermayenin %21,08'ini, yönetim kurulu üyelerinin 4'ünü; B tipi hisseler sermayenin %10,48'ini, yönetim kurulu üyelerinin 2'sini; D tipi hisseler sermayenin %68,44'ünü, yönetim kurulu üyelerinin 1'ini temsil etmektedir.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

### Güçlü Yönler

- Yurtdışı fiyatlara kıyasla daha ucuz yerli cevher kullanımı
- Bölgedeki tek ray üreticisi
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Büyük yatırımların tamamlanması
- Enerjideki otoprodüktör konumu

### Zayıf Yönler

- Yüksek borç pozisyonu
- Operasyonel olarak döviz açığı bulunması
- Çelikhane ve haddehane kapasiteleri arasındaki fark

### Fırsatlar

- Filyos Limanının tamamlanmasıyla lojistik maliyetlerde azalma
- Kangal, Demiryolu tekeri ile marjı yüksek ürün payının artışı
- Ortadoğu'da tansiyonun azalmasıyla bölgeye ihracatın artması

### Tehditler

- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- İnşaat sektöründe zayıflama
- Rus ve Ukraynalı üreticilerin arz ve fiyat baskısı

16 Mart 2018 Cuma

**En geç 3Ç18 içerisinde sonuçlanması beklenen tahkim tahminleri olumlu etkileyebilir --** Kardemir 2016'da yaptığı kömür tedarik anlaşmasında, tedarikçinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi nedeniyle 33,6 mn \$'lık (yaklaşık 128 mn TL) tahkim başvurusunda bulunmuştu. Şirket Haziran ayında ya da en geç 3Ç18 içerisinde tahkimdeki davanın sonuçlanacağını beklemektedir. 2018 içerisinde Kardemir lehine kararın çıkması Şirket için FAVÖK marjı beklentimizi 3 puan iyileştirir ve hedef değerimizi %4,3 artırır. Ancak bu aşamada tahmin ve değerlememize olası herhangi bir katkıyı dahil etmiyoruz.

**4Ç17 Finansal Sonuçları --** Kardemir'in 4Ç17 satış hacminde yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık %7,0'lık düşüş (581,3 bin ton) gerçekleşmesine rağmen, satış gelirleri artan fiyatlar ve ürün karmasındaki pozitif değişim ile %51,2 yükselerek 1,15 mlr TL ile çeyreklik anlamda rekor seviyede gerçekleşti. Kok kömürü ve cevher maliyetlerindeki yatay seyrin, ürün fiyatlarının son çeyrekte en yüksek seviyeye ulaşmasının yanı sıra satış hacminde kütük payı azalması, ray ve kangal lehine yaşanan artış ile FAVÖK yıllık iki kat artarak 304 mn TL seviyesinde oluştu. FAVÖK marjı 4Ç17'de %26,3 olarak gerçekleşti. 4Ç17'de ton başına FAVÖK 128 \$ olan beklentimizin, önceki çeyreğin (90 \$) ve geçen yılın (50 \$) üzerinde 138 \$ seviyesinde gerçekleşti. 4Ç17 gerçekleştirmeleriyle birlikte Kardemir'in 2017 FAVÖK marjı %18,5'e (2016: %13,5) ulaştı.

Tablo 1: 4Ç17 Finansal Sonuçları

Kardemir - mn TL	4Ç17	3Ç17	Çeyreksele %	4Ç16	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
						4Ç17T		Sapma %	
Satış (bin ton)	581.316	558.750	%4,0	624.753	-%7,0	581.000	581.000		
Net Satışlar	1.154	954	%21,0	764	%51,2	1.163	1.134	-%0,8	%1,8
FAVÖK	304	176	%72,7	101	%200,0	285	255	6,7%	%19,2
Ton Başına FAVÖK (\$)	138	90	48 \$	50	88 \$	128	115	10 \$	
Net Kar	71	76	-%6,6	-135	a.d.	93	61	-23,6%	%16,4
FAVÖK Marjı	26,3%	18,5%	7,9 yp	%13,3	13,1 yp	%24,5	%22,5	1,8 yp	3,9 yp
Net Kar Marjı	6,2%	8,0%	-1,8 yp	-%17,7	23,8 yp	%8,0	%5,4	-1,8 yp	0,8 yp

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, Research Turkey

Şirketin 1Ç18 satış programını incelediğimizde kangal satış hacminde artış, kütük payında düşüş gözliyoruz. Şirketin kangal satışlarındaki yükselişin yanı sıra, ray satışlarının yıl içerisinde artmasıyla ürün karmasındaki olumlu kompozisyonun 2018 genelinde de gelişmesini bekliyoruz.

Kardemir Satış Programı	1Ç2018				1Ç2017		1Ç18/1Ç17 Değişim (%)
	Toplam İçindeki Pay	Toplam	%30 Taahhütlü	%70 Serbest	Toplam İçindeki Pay	Toplam	
Nervürlü İnşaat Demiri	28,7%	166.500	49.950	116.550	28,7%	164.934	1%
Kütük+Blum	38,4%	222.725	66.818	155.907	41,5%	238.331	-7%
Kangal	17,6%	102.000	30.600	71.400	6,7%	38.537	165%
Profil+Ray+Diğerleri	15,3%	88.765	26.630	62.135	23,1%	132.422	-33%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>	<b>579.990</b>	<b>173.998</b>	<b>405.992</b>	<b>100%</b>	<b>574.224</b>	<b>1%</b>

16 Mart 2018 Cuma

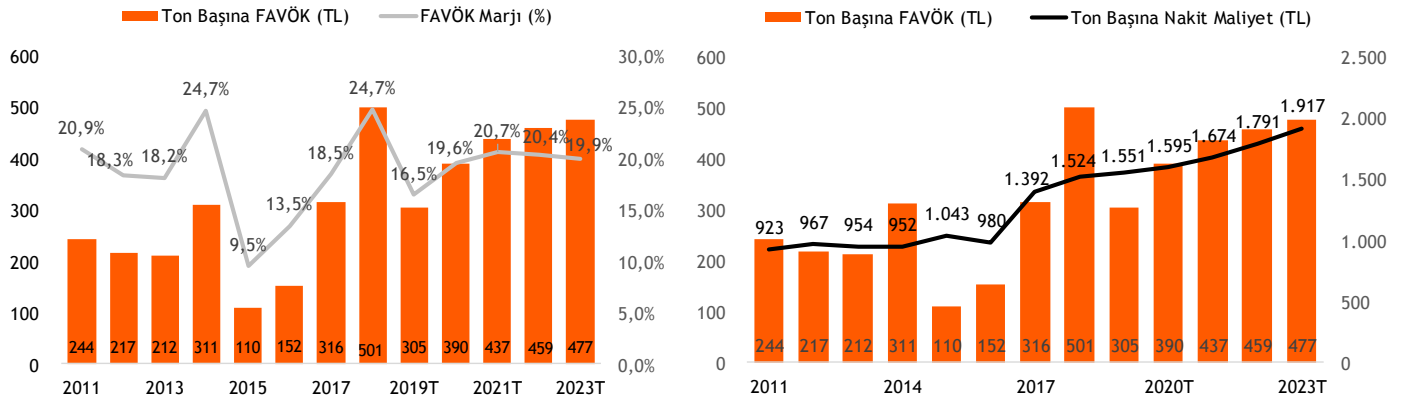
## Projeksiyon Revizyonları

Önümüzdeki dönemlerde azalan net borç ile Şirketin operasyonel performansındaki iyileşmelerin net kara daha çok yansımaları bekliyoruz. 4Ç17 operasyonel gerçekleştirmelerini ve önemli düzeyde gerileyen borçluluk oranında stabilizasyonu görmemizle birlikte önümüzdeki yıllara ilişkin projeksiyonlarımızda aşağıdaki gibi değişikliğe gidiyoruz.

Tablo 2: Projeksiyon Revizyonları

mn TL	2017			2018			2019		
		eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim		
Satış hacmi (mn ton)	2,33	2,44	2,30	-6%	2,52	2,50	-0,7%		
Efektif Satış Fiyatı (bin TL/ton)	1,66	1,72	1,94	12,5%	1,80	1,79	-0,7%		
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>3.973</b>	<b>4.388</b>	<b>4.662</b>	<b>6,3%</b>	<b>4.726</b>	<b>4.639</b>	<b>-1,8%</b>		
<b>FAVÖK</b>	<b>734</b>	<b>785</b>	<b>1.154</b>	<b>47,0%</b>	<b>865</b>	<b>763</b>	<b>-11,8%</b>		
FAVÖK Marjı (%)	18%	18%	25%	6,9 yp	18%	16%	-1,9 yp		
<b>Net Kar</b>	<b>252</b>	<b>379</b>	<b>700</b>	<b>84,8%</b>	<b>475</b>	<b>359</b>	<b>-24,4%</b>		

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji



## Değerleme ve Öneri

- TL bazlı İNA analizimizde kullandığımız risksiz faiz oranını %11,0'den %12,0'ye yükselttik.
- Ortalama ürün fiyatları ve maliyetlerinde beklentilerimizden farklı gerçekleştirmeler nedeniyle satış gelirleri ve FAVÖK tahminimizde yukarı yönlü revizyona gittik. 2018'de satış miksinde karlılığı yüksek ürünler lehine gelişimin yanı sıra, hammaddeler arası geçişkenlikten kaynaklanan verimliliğin de marjlara olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz.
- Kardemir'in Haziran ayı sonuna kadar cevher ve kok ihtiyacını karşılayacak stoku bulunmaktadır. 2018 ilk yarıda yatay seyretmesini beklediğimiz hammadde maliyetleri ve yükselen ürün fiyatlarının Şirketin FAVÖK marjını 2018 yılının tamamında %24,7'ye (önceki tahmin: %17,9) taşıyacağını öngörüyoruz. 1Y18 için ton başına FAVÖK'ün yaklaşık 155 \$ seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. 2018 tahminlerimiz, yılın ikinci yarısında tahminlerimizde muhafazakar olmak adına ortalama 96 \$ seviyesinde gerçekleşeceği varsayımıyla oluşturulmuştur. Bu sebeple 2018 yılında ton başına 128 \$ olan FAVÖK beklentimizin gerçekleşebilir seviyeler olduğunu düşünüyoruz.
- Şirketin son açıkladığı liste fiyatına göre (07 Mart 2018) ortalama ürün fiyatları 2018 ağırlıklı ortalama fiyat tahminimizin %14, 2019 tahminimizin %20 altında bulunmaktadır. Dolayısıyla gelirlerin ve kar marjlarının beklentilerimizin üzerinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.
- Şirket proses gazlarının elektrik enerjisine dönüştürülmesi amacıyla yeni bir gaz deposu ile jeneratör yatırımının bugünkü enerji fiyatlarıyla yaklaşık 40 mn TL/yıl tasarruf sağlayacağını beklemekte olup, mevcut satış maliyeti yapısıyla 2020 FAVÖK marjında yaklaşık 1 puanlık iyileşme kaydedileceği öngörümüz devam etmektedir.
- 2017 yılına ilişkin yatırım harcamaları öngörümüzü şirket tahminleri doğrultusunda 95 mn \$ (önceki 120 mn \$) seviyesine düşürdük. Sonraki yıllar için ise önemli bir kapasite yatırımı gerçekleştirilmeyeceği beklentisiyle satışların %10'u (önceki %6) oranında yenileme yatırımları yapacağı varsayımında bulunuyoruz.
- 2017 yılında gerileyen personel giderlerini projeksiyon döneminde güncelledik ve personel sayısındaki artışı değerlememize yansıttık.
- Önceki raporumuza göre yaklaşık 640 mn TL düzeyinde azalan net borcu ise değerlememize yansıttık.
- Benzer şirketler çarpan analizinde Şirket için 12 aylık hedef değerimiz 2018 ve 2019 yılı ortalama çarpanları ve FAVÖK'ü kullanarak oluşturuldu.

16 Mart 2018 Cuma

Tablo 3: Kardemir Değerleme Özeti

Değerleme Yöntemi (mn TL)	Ağırlık	12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	FD/FAVÖK (2018T)
İNA	%70	4.669	4,8
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	6.280	6,2
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri		5.153	5,3

Tablo 4: Kardemir Ortaklık&amp;Sermaye Yapısı ve Kardemir (D) İçin Belirlediğimiz Hedef Fiyat

	A Tipi	B Tipi	D Tipi	Toplam
Oy Hakkı	4	2	1	7
Dağıtılan Temettü İçindeki Payı (%)	%21	%10	%68	
Piyasa Değeri İçindeki Payı (%)	%23	%12	%65	
Sermaye (mn TL)	240	119	780	1.140
<i>Toplam içindeki payı</i>	%21	%10	%68	
Karçel'in Elindeki Hisseler (mn TL)	15	15	28	57
Kardökmaç'ın Elindeki Hisseler (mn TL)	28	14	10	52
Düzeltilmiş Sermaye (mn TL) *	198	91	743	1.031
<i>Toplam içindeki payı</i>	%19	%9	%72	
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)**			3.711	
Hedef Fiyat (TL)			5,00	
Kapanış (TL)			3,94	
Yükselme Potansiyeli (%)			%27	

\*İştiraklerin Elindeki Hisseler Hariç, \*\*Hedef Piyasa Değerine düzeltilmiş sermayeye göre ulaşılmıştır.  
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tablo 5: Benzer Şirket Çarpan Analizi

Benzer Şirketler Çarpan Analizi	2018T	2019T
FAVÖK (mn TL)	1.154	763
Benzer Şirketler FD/FAVÖK (Medyan)	6,4	6,6

16 Mart 2018 Cuma

Tablo 6: Kardemir - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn TL)

## Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%11,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0
Özsermaye Maliyeti	%18,5	%18,5	%18,5	%18,5	%18,5	%16,5
Borçlanma Maliyeti	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%15,5
Vergi Oranı	%14,3	-%17,3	-%12,2	-%15,7	-%20,0	-%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%18,3	%13,2	%14,0	%13,5	%12,8	%12,4
Özsermaye Oranı	%45,9	%44,4	%47,6	%48,8	%52,0	%50,2
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%18,4	%15,6	%16,2	%15,9	%15,8	%14,5

## İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T (TD)
Satış Gelirleri	4.662	4.639	5.152	5.742	6.416	6.608
<i>Büyüme</i>	%17,4	-%0,5	%11,1	%11,5	%11,7	%3,0
FVÖK	1.014	617	855	1.021	1.127	925
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	%21,7	%13,3	%16,6	%17,8	%17,6	%14,0
Vergi Oranı (%)	%14	-%17	-%12	-%16	-%20	-%20
Vergi	-146	-50	-100	-154	-179	-187
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	868	567	755	867	948	738
+ Amortisman	140	147	157	168	182	198
FAVÖK	1.154	763	1.011	1.190	1.309	1.123
<i>FAVÖK Marjı</i>	%24,7	%16,5	%19,6	%20,7	%20,4	%17,0
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-%265	-%316	-%329	-%341	-%353	-%100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-8	-91	16	-6	-27	-33
Satışlardaki değişim	690	-23	513	590	673	192
<i>Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim</i>	-%1,1	%395,4	%3,2	-%1,1	-%4,1	-%17,0
- Yatırım Harcamaları	371	464	515	574	642	198
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	629	159	413	455	461	706
Sonsuz Büyüme Oranı						%3,0
Sonsuza Giden Değer						6.344
İskonto Faktörü	1,00	0,87	0,74	0,64	0,56	0,48
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Aralık2017	629	137	308	292	256	3.076
Firma Değeri - 31 Aralık2017	4.698					
Net Borç	921					
Özsermaye Değeri - 31 Aralık2017	3.777					
Öz Sermaye Maliyeti	%18,5					
12A Hedef Özsermaye Değeri	4.669					

Toplam İçindeki Payı (%)	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T
Satış Hacmi (bin ton)	2.064	2.326	2.303	2.499	2.596	2.720	2.852	2.980
Kütük	%53	%41	%40	%44	%44	%44	%43	%43
Yuvarlak	%29	%28	%26	%25	%24	%24	%24	%24
Profil	%11	%14	%9	%9	%8	%8	%8	%8
Ray	%4	%6	%9	%6	%7	%7	%7	%7
Kangal	%1	%11	%16	%14	%15	%15	%16	%16
Demiryolu Tekerleri	%0	%0	%0	%1	%1	%1	%1	%2
Diğerleri	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

## Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG)**: Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

## Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Yasal Çekince Bildirimi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.





[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

<b>Selahattin AYDIN</b> SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr	Müdür Yardımcısı	Teknik Strateji, Çimento, Cam
<b>Mehtap İLBI</b> MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr	Müdür Yardımcısı	Enerji, Telekomünikasyon, Havacılık, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
<b>Tuğba SAYGIN</b> TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr	Kıdemli Analist	Bankacılık, Sigortacılık, GYO
<b>Serap KAYA</b> SERAP.KAYA@vakifyatirim.com.tr	Kıdemli Analist	Otomotiv, Beyaz Eşya, Demir Çelik, Perakende, Gıda-İçecek
<b>Nazlıcan ŞAHAN</b> NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok

Beşiktaş 34335 İSTANBUL

+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.