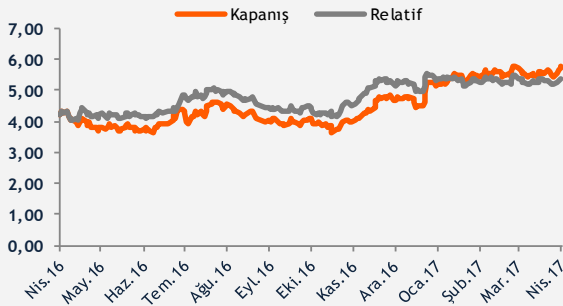


21 Nisan 2017 Cuma

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	: EREGL - EREGL T1, EREGL IS
Fiyat (TL)	: 5,80
Hedef Fiyatı (TL)	: 7,00
Yükselme Potansiyeli	: %20,6
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 3.500
HAO (%)	: %48

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamuya hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalat sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. 2015 itibarıyla Erdemir Grubu'nun yurt dışı yassı çelik pazarındaki payı %36, uzun çelik pazarındaki payı ise %18 düzeyindedir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	1,73	11,38	36,92
Rölatif %	0,48	0,52	27,27
En Yüksek (TL)	5,78	5,23	4,32
En Düşük (TL)	5,63	5,03	4,11

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

“Güçlü Operasyonel Karlılık”

Erdemir'in 1Ç17'de hammadde maliyetlerinin hem bizim hem de piyasa beklentilerinin altında oluşmasıyla FAVÖK'ü tahminleri oldukça aştı. Çeyrekssel bazda ulaşılan operasyonel karlılığın yılın kalanında sürdürülebilirliği ve önümüzdeki yıllar için öngördüğümüz seviyelere etkisi konusunda şüphelerimiz olsa da mevcut durumda şirketin 2017 yılı faaliyet karlılığı ve net kar tahminlerimizi güncelledik. Erdemir için değerlememizde meydana gelen artış sonrası hedef fiyatımızı 5,93 TL'den 7,00 TL'ye, uzun vadeli önerimizi “TUT”dan “AL”a yükseltiyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimiz ise “Endekse Üzeri Getiri” (daha önce Endekse Paralel Getiri'den) olarak güncelliyoruz.

(mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2014	11.484	2.516	1.601	0,40	12,7 x	7,8 x
2015	11.915	2.197	1.126	0,30	18,0 x	8,9 x
2016	11.637	2.687	1.516	0,30	13,4 x	7,3 x
2017T	17.783	4.470	2.668	0,87	7,6 x	4,4 x
2018T	17.661	3.329	1.797	0,58	11,3 x	5,9 x
2019T	18.367	3.593	1.971	0,64	10,3 x	5,5 x

- **1Ç17 Finansal Sonuçları** -- Erdemir 1Ç17 döneminde 598 mn TL olan Research Turkey beklentilerinin oldukça üzerinde 902 mn TL net dönem karı açıklarken, sonuçlar 457 mn TL seviyelerindeki beklentilerimizin oldukça üzerinde gerçekleşti. 1Ç17'de açıklanan net kar ile tahminlerimiz arasında oluşan sapmada, operasyonel performansın tahminlerimizin çok ötesinde oluşması etkili oldu.

- Erdemir'in 1Ç17 satış hacmi 2,01 mn ton (VKY: 2,3 mn ton) olarak gerçekleşirken, ağırlıklı ortalama satış fiyatı (538 \$/ton) geçen çeyreğin %15 üzerinde, 544 \$/ton olan beklentilerimize yakın oluştu.
- Şirketin gelirleri, yükselen fiyatların ve kurların desteğiyle geçen yıla göre %63 artışla 4,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Satış gelirleri, hacminin beklentimizin altında oluşması nedeniyle tahminlerimizin %8 altında, piyasa beklentilerine paralel açıklandı.
- 1Ç17 döneminde FAVÖK kok kömürü maliyetlerinin tahminlerimizin altında gerçekleşmesiyle bizim öngörülerimizin %78, konsensüslerin ise yaklaşık %35 üzerinde 1,3 mlr TL düzeyinde oluşurken, FAVÖK marjı %31,3 ile %16,1 seviyelerindeki beklentilerimizin oldukça üzerinde gerçekleşti.
- Diğer taraftan şirket için ton başına FAVÖK beklentimiz 1Ç17'da 90 \$ iken, 174 \$ (4Ç16: 131 \$) ile geçen yılın aynı çeyreğindeki 45 \$'ın ve 2017 için öngördüğümüz 70 \$/ton'un oldukça üzerinde gerçekleşti.

- **Hedef fiyatımızda revizyona gidiyoruz** -- Açıklanan güçlü çeyrekssel sonuçlar sonrası Erdemir hedef fiyatımızda revizyona gidiyoruz.

- Ortalama ürün ve hammadde fiyatlarında beklentilerimizin ötesindeki gelişmeler nedeniyle 2017 yılına ilişkin değişikliğe gittik.
- Artan hammadde maliyetlerine rağmen ürün fiyatlarını maliyet sepetine benzer gerçekleştirme çabalarının FAVÖK marjını 2017'de %25,1'e taşıyacağını öngörüyoruz. Daha önceki tahminlerimiz ise FAVÖK Marjının %14,2 seviyelerinde oluşması yönündeydi.
- Erdemir 2017 yılına ilişkin 137 mn \$'ı yenileme yatırımı olmak üzere 595 mn \$ yatırım harcaması yapmayı öngörürken yatırımların önemli bir kısmının 2018 ve 2019'a devredeceğini düşünüyorduk. Mevzut durumda 2017 yılındaki 170 mn \$ olan öngörümüzü 350 mn \$'a çıkarıyoruz sonraki yılları da bu doğrultuda değiştiriyoruz.
- 2016 yılı karından yapılan temettü ödemesi öncesinde, Erdemir'in olası yurtdışı satın almalar nedeniyle temettü dağıtım oranını %81 olarak öngörüyoruz. Ancak tahminlerimizin üzerinde 2016 gelişmeleri ve yeni yönetimin inorganik büyüme planlarını öteleyebileceği öngörüsüyle Şirketin daha yüksek temettü ödeme kabiliyetine sahip olduğunu düşünüyoruz, önümüzdeki dönemde temettü dağıtım oranını TL bazlı net karın %110'u olarak revize ediyoruz. Bu rakamlar şirket için ortalama %10 temettü verimine karşılık gelmektedir.

21 Nisan 2017 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış Gelirleri (net)	11.484	11.915	11.637	17.783	17.661	18.367
FAVÖK	2.080	1.635	2.030	3.669	2.475	2.719
Amortisman Giderleri	437	561	658	801	854	873
FAVÖK	2.516	2.197	2.687	4.470	3.329	3.593
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	15	-45	73	23	23	24
Finansal Gelir/Gider (Net)	-129	231	169	0	-11	-15
VÖK	1.966	1.821	2.271	3.692	2.486	2.728
Vergiler	-305	-659	-700	-923	-622	-682
Net Dönem Karı	1.661	1.162	1.572	2.769	1.865	2.046
Ana Ortaklık Karı	1.601	1.126	1.516	2.668	1.797	1.971
HBK		0,33	0,45	0,79	0,53	0,58

Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve Benzerleri	2.187	2.935	4.587	5.402	6.725	8.487
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.757	1.633	2.017	2.371	2.355	2.449
Stoklar	3.258	3.238	4.255	6.011	6.479	6.671
Maddi Duran Varlıklar	8.199	10.264	12.152	13.257	13.830	14.140
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	169	173	205	220	230	235
Diğer	364	392	435	556	584	600
Toplam Aktifler	15.934	18.634	23.651	27.818	30.203	32.581
Finansal Borçlar	3.414	2.976	3.919	4.429	4.278	4.027
Kısa Vadeli	2.066	1.072	2.302	2.419	2.535	2.636
Uzun Vadeli	1.348	1.904	1.618	2.010	1.743	1.391
Ticari Borçlar	418	582	915	790	785	816
Özsermaye	10.310	12.538	15.660	19.184	21.955	24.861
Diğer		1.216	2.454	2.195	2.227	2.302
Net Borç	1.227	41	-667	-973	-2.447	-4.459

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
VÖK	1.966	1.821	2.271	3.692	2.486	2.728
Amortisman	437	561	658	801	854	873
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	10	-309	1.069	1.201	428	210
Vergi	-305	-659	-700	-923	-622	-682
Yatırım Harcaması	-344	-544	-482	-1.294	-775	-645
Temettü Ödemesi	-795	-1.409	-1.049	-1.435	-3.033	-2.042
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	438	-438	944	509	-151	-251
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	19	1.724	-1.058	-1.737	2.135	1.571
Yıl boyunca yaratılan nakit	1.407	-976	2.711	2.552	-812	191
Dönemsonu Nakit	2.187	2.935	4.587	5.402	6.725	8.487

Büyüme	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış	%17,4	%3,7	-%2,3	%52,8	-%0,7	%4,0
FAVÖK	%29,6	-%12,7	%22,3	%66,3	-%25,5	%7,9
Net Kar	%72,9	-%30,0	%35,2	%76,2	-%32,7	%9,7

Çarpanlar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FD/Satışlar	1,7	1,6	1,7	1,1	1,1	1,1
FD/FAVÖK	7,8	8,9	7,3	4,4	5,9	5,5
F/K	12,2	17,5	12,9	7,3	10,9	9,9
PEG Rasyo	0,2	0,6	0,4	0,1	0,3	1,0
PD/DD	2,0	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8

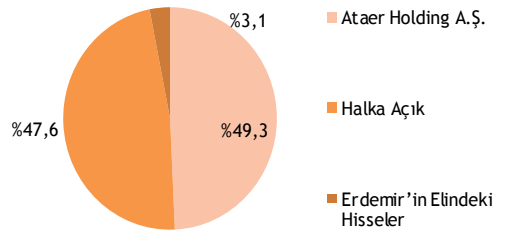
Finansal Rasyolar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Öz Sermaye Karlılığı	%16,1	%10,2	%11,1	%15,9	%9,1	%8,7
FAVÖK Marjı	%21,9	%18,4	%23,1	%25,1	%18,8	%19,6
Net Kar Marjı	%14,5	%9,8	%13,5	%15,6	%10,6	%11,1
Net Borç/Özsermaye	%11,9	%0,3	-%4,3	-%5,1	-%11,1	-%17,9
Net Borç/FAVÖK	%48,8	%1,9	-%24,8	-%21,8	-%73,5	-%124,1
KV Borç/ UV Borç	%153,3	%56,3	%142,3	%120,3	%145,4	%189,5
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%64,7	%67,3	%66,2	%69,0	%72,7	%76,3
Borç/Öz Kaynak	%33,1	%23,7	%25,0	%23,1	%19,5	%16,2
Cari Oran	%237,4	%305,9	%261,7	%309,9	%337,6	%366,7

Şirket	Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	EREGL - EREGL TI, EREGL IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	5,80
Hedef Fiyat (TL)	7,00
Yükselme Potansiyeli	20,6%

Ereğli Demir Çelik Hakkında

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamuya hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalat sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. 2015 itibarıyla Erdemir Grubu'nun yurtiçi yassı çelik pazarındaki payı %36, uzun çelik pazarındaki payı ise %18 düzeyindedir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Yurtiçi pazardaki güçlü konumu
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Yüksek nakit pozisyonu, düşük borçluluk oranı
- Büyük yatırımların tamamlanmak üzere olması

Zayıf Yönler

- Tamamı kullanılan kapasitede artırımın gündemde olmaması
- Hammadde tedarikinde ithalata bağımlılık

Fırsatlar

- Yurtdışı Demir & Çelik üreticileri firmaların satın alımı
- Doların Türk Lirasına karşı değer kazanması
- Çin, Rusya ve Ukrayna çıkışı ürünlere antidamping vergisi

Tehditler

- ArcelorMittal'in %12,1 oranındaki payının olası satışı
- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- Yurtiçi talepte yaşanabilecek daralmalar

Güçlü 1Ç17 Finansal Sonuçları

- Erdemir 1Ç17 döneminde 598 mn TL olan Research Turkey beklentilerinin oldukça üzerinde 902 mn TL net dönem karı açıklarken, sonuçlar 457 mn TL seviyelerindeki beklentilerimizin oldukça üzerinde gerçekleşti. 1Ç17’de açıklanan net kar ile tahminlerimiz arasında oluşan sapmada, operasyonel performansın tahminlerimizin çok ötesinde oluşması etkili oldu.
- Erdemir’in 1Ç17 satış hacmi 2,01 mn ton olarak gerçekleşirken, ağırlıklı ortalama satış fiyatı (538 \$/ton) geçen çeyreğin %15 üzerinde, 544 \$/ton olan beklentilerimize yakın oluştu. Şirketin satış hacminin üretimine oranı 1Ç17’ye sınırlı stokla girilmesinin etkisiyle %95’e gerilerken, satış hacmi ve satış gelirlerinin tahminlerimizin %8 altında oluşmasına neden oldu. Buna göre Erdemir’in satış gelirleri, hacmin ve kurların desteğiyle %63 artışla 4,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşti.
- 1Ç17 döneminde FAVÖK kok kömürü maliyetlerinin tahminlerimizin altında gerçekleşmesiyle bizim öngörülerimizin %78, piyasanın yaklaşık %35 üzerinde 1,3 mlr TL düzeyinde oluşurken, FAVÖK marjı ise %31,3 ile %16,1 seviyelerindeki beklentilerimizin oldukça üzerinde gerçekleşti. Diğer taraftan şirket için ton başına FAVÖK beklentimiz 1Ç17’de 90 \$ iken, 174 \$ (4Ç16: 131 \$) ile geçen yılın aynı çeyreğindeki 45 \$’ın bir hayli üzerinde oluştu.
- Erdemir 1Ç17’de yükselen hammadde fiyatları ve artan işletme sermayesine rağmen güçlü karlılığı sayesinde net nakdini 190 mn \$’dan 282 mn \$’a çıkardı.

UFRS Gelir Tablosu - Özet (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	1Ç17	4Ç16	Çeyreksel %	1Ç16	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.191	3.690	14%	2.577	63%	4.565	4.240	-8%	-1%
Brüt Kar	1.260	942	34%	247	410%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	1.313	1.016	29%	304	332%	737	971	78%	35%
Net Dönem Karı	902	539	67%	164	450%	457	598	97%	51%
Brüt Kar Marjı	30,1%	25,5%	4,5 yp	9,6%	20,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	31,3%	27,5%	3,8 yp	11,8%	19,5 yp	16,1%	22,9%	15,2 yp	8,4 yp
Net Kar Marjı	21,5%	14,6%	6,9 yp	6,4%	15,2 yp	10,0%	14,1%	11,5 yp	7,4 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Erdemir Projeksiyonlarımızda ve Hedef Fiyatımızda Değişikliğe Gidiyoruz

Erdemir'in 1Ç17'de hammadde maliyetlerinin hem bizim hem de piyasa beklentilerinin altında oluşmasıyla FAVÖK'ü tahminleri oldukça aştı. Çeyrek bazda ulaşılan operasyonel karlılığın yılın kalanında sürdürülebilirliği ve önümüzdeki yıllar için öngördüğümüz seviyelere etkisi konusunda şüphelerimiz olsa da mevcut durumda şirketin 2017 yılı faaliyet karlılığı ve net kar tahminlerimizi güncelledik. Erdemir için değerlememizde meydana gelen artış sonrası hedef fiyatımızı 5,93 TL'den 7,00 TL'ye, uzun vadeli önerimizi "TUT"dan "AL"a yükseltiyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimiz ise "Endekse Üzeri Getiri" (daha önce Endekse Paralel Getiri'den) olarak güncelliyoruz. Erdemir 2017T 4,4x FD/FAVÖK ve 2018T 5,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla, yurtdışı benzerlerine kıyasla sırasıyla %37 ve %9 iskontolu işlem görmektedir.

Hedef Fiyat	Önceki	Revize	Değişim %
Ş bazlı	1,63	1,92	18%
TL bazlı	5,93	7,00	18%

Değerleme

Değerleme Yöntemi	12 Aylık		
	Ağırlık	Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	FD/FAVÖK (2017T)
İNA	%70	5.571	4,4
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	8.704	7,0
Hedef Piyasa Değeri		6.511	5,2
Cari Piyasa Değeri		5.162	
Yükselme Potansiyeli		%26,1	
Sermaye (mn adet)		3.500	
Düzeltilmiş Sermaye*		3.392	
12A Hedef Hisse Fiyatı \$		1,92	
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		7,00	
Kapanış (TL)		5,80	
Yükselme Potansiyeli		21%	

*Erdemir'in Elindeki Hisseler Hariç (mn adet)

Benzer Şirketler Çarpan Analizi	2017T
FAVÖK (mn \$)	1.208
Benzer Şirketler FD/FAVÖK (Medyan)	6,2
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	8.704

21 Nisan 2017 Cuma

Ereğli Demir Çelik (EREGL) - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn \$)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%6,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%11,5
Borçlanma Maliyeti	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%7,5
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%5,6
Özsermaye Oranı	%69,0	%72,7	%76,3	%79,1	%81,1	%82,8
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%10,1	%10,4	%10,6	%10,7	%10,9	%10,5

İNA Yöntemi ile Değerleme

(mn \$)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Satış Gelirleri	4.808	4.557	4.557	4.605	4.653	4.701
<i>Büyüme</i>	%24,7	-%5,2	%0,0	%1,1	%1,0	%1,0
FVÖK	992	638	675	637	690	650
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	%20,6	%14,0	%14,8	%13,8	%14,8	%13,8
Vergi Oranı (%)	-%25	-%25	-%25	-%25	-%25	-%25
Vergi	-207	-250	-160	-169	-164	-179
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	785	389	514	467	526	471
+ Amortisman	217	220	217	211	205	199
FAVÖK	1.208	859	891	847	895	849
<i>FAVÖK Marjı</i>	%25,1	%18,8	%19,6	%18,4	%19,2	%18,1
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-%162	-%91	-%74	-%76	-%78	-%100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-480	-29	17	-42	0	-43
Satışlardaki değişim	953	-251	0	48	48	48
<i>Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim</i>	-%50,4	%11,5	%0,0	-%88,3	-%0,6	-%89,8
- Yatırım Harcamaları	350	200	160	160	160	199
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	171	380	588	476	571	428
Sonsuz Büyüme Oranı						%1,0
Sonsuza Giden Değer						4.552
İskonto Faktörü	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,59
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 30 Eylül 2016	167,1	336,4	470,5	343,7	371,9	2.684,2
Firma Değeri - 30 Eylül 2016	4.374					
Net Borç	-282					
Özsermaye Değeri - 30 Eylül 2016	4.656					
Öz Sermaye Maliyeti	%12,0					
12A Hedef Özsermaye Değeri	5.571					

- **İNA Varsayımlarımız:** USD bazlı İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %7,0 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,0x beta, kapasite artışının gündemde olmaması ve yüksek kapasite kullanım oranı nedeniyle %1 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- **Gelirler:** Satış hacminde kapasitenin sınırlarına dayanması ve yüksek kullanım oranı nedeniyle %1 yıllık bileşik büyüme öngörüyoruz. Erdemir'in artan hammadde maliyetlerine rağmen ürün fiyatlarını maliyet sepetine benzer gerçekleştirme çabaları nedeniyle 2017 öngörülerimizi yukarı yönlü revize ettik. Bununla birlikte Çin'in yerel çelik talebinin azalmasıyla ihracata yönelmesi ürün fiyatlarının gerilemesine neden olabileceğinden 2018 ve sonrası dolar bazlı daha düşük seviyeler öngördük.
- **Operasyonel Marjlar:** FAVÖK marjını 2017'de %25,1'e yükseltirken, yüksek seyreden demir cevheri fiyatlarının yanı sıra kok kömürü fiyatlarında gerçekleşen arz kaynaklı artışların etkisiyle değerlendirme dönemi boyunca ortalama önceki beklentilerimize paralel %19 seviyelerinde seyredeceğini tahmin ediyoruz.
- **Yatırım Harcamaları:** Erdemir 2017 yılına ilişkin 595 mn \$ yatırım harcaması yapmayı öngörüyor. Bunun 137 mn \$'ı yenileme yatırımlarından oluşmaktadır. Şirket 2016 yılı için 461 mn \$ yatırım harcaması yapacağını öngörmüş ancak gerçekleşmeler 162 mn \$

21 Nisan 2017 Cuma

düzeyinde oluşmuştu. Açıklanan 595 mn \$'lık tahmini tutar yönetimce onaylanmış, devreye girmeye hazır yatırımları ifade etmekte olup, önemli bir kısmının 2018 ve 2019'a devredeceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte 2017 yılındaki 170 mn \$ olan öngörümüzü 350 mn \$'a çıkarıyoruz.

- **Temettü:** 2016 yılı karından gerçekleşen temettü dağıtımını öncesinde, Erdemir'in olası yurtdışı satın almalar nedeniyle dağıtım oranının, muhafazakar şekilde %81 olmasını öngörüydük. Ancak tahminlerimizin üzerinde gerçekleşmeler ve yeni yönetimin inorganik büyüme planlarının ötelenebileceği öngörüsüyle Şirketin daha yüksek temettü ödeme kabiliyetine sahip olduğunu düşünmekteyiz. Bu nedenle önümüzdeki dönemde temettü dağıtım oranını TL bazlı net karın %110'u olarak değiştiriyor, bunun da ortalama %10 temettü verimine tekabül edeceğini hesaplıyoruz.

Fiyat - \$/ton	Önceki	Revize	Değişim %	Satış Gelirleri (\$)	Önceki	Revize	Değişim %	FAVÖK (\$)	Önceki	Revize	Değişim %
Sıcak	470	520	11%	Sıcak	2.535	2.804	11%	Ton Başına FAVÖK	70	136	94%
Soğuk	605	652	8%	Soğuk	1.145	1.233	8%	FAVÖK	623	1.208	94%
Uzun	395	422	7%	Uzun	638	682	7%	FAVÖK Marjı	14,2%	25,1%	11 yp
Ağırlıklı Ortalama	485	530	9%	Toplam	4.397	4.808	9%				

- **Aşağı/Yukarı yönlü riskler:** Çelik fiyatlarındaki ve hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satış gelirleri ve FAVÖK varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır. Yatırım harcamalarının öngörülerimizin altında/üzerinde oluşması nakit akımlarında artışa/zayıflamaya neden olabilir.

7 Şubat 2017 tarihli Demir-Çelik Sektörü raporumuza ulaşmak için [tıklayınız...](#)

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 sağlanması 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 endeksinde 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

Genel Müdürlük

Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İstanbul
(0212) 352 35 77

Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

vykarastirma@vakifyatirim.com.tr

Sezai ŞAKLAROĞLU

Selahattin AYDIN

Tuğba SAYGIN

Serap KAYA

Esra Sarı

Ögeday Gürbüz

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 dayanılarak 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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.