

Demir Çelik Sektörü

KARDEMİR

Düzeltilme Sonrası Alım Fırsatı

Düşen çelik fiyatları ve yükselen hammadde maliyetleriyle ilgili endişeler nedeniyle hisse, zirvesinden keskin bir şekilde satıldı. KRDMMD hisse fiyatı, yatırımcıların düşük ürün fiyatları ve artan hammadde maliyetlerinden endişe duyması nedeniyle 10 Mayıs 2021'de gördüğü zirveden bu yana %18 düştü.

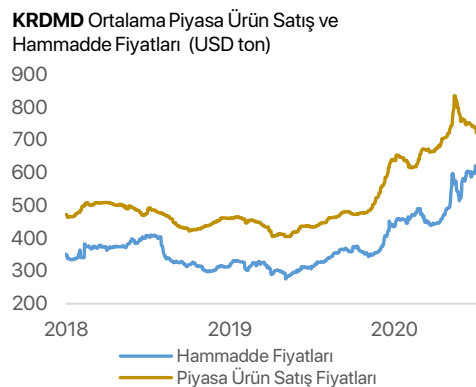
Kardemir'in piyasa ürün satış marjı Mayıs-Haziran döneminde hızlı bir düşüş kaydetti. Şirketin sattığı ürünlerin güncel fiyat hareketlerini dünya borsalarından izlemek için emtia borsalarında işlem gören ana ürün fiyatlarını Kardemir ürün satış paylarıyla ağırlıklandırarak hesaplıyoruz. Bunun ima ettiği ortalama ürün fiyatları (Karadeniz Kütük, Çin Yuvarlak, LME Çelik Çubuk ve Çin Kangal)* 15 Mayıs'taki zirve seviyesinden %15 düşerek Temmuz 2021'in ilk haftasında ton başına 720 ABD Doları kadar geriledi. Bu düşüşün ana nedenleri arasında 1) Çin hükümeti tarafından emtia fiyatlarındaki aşırı artışı engellemek için alınan önlemler, 2) küresel tedarik zincirlerindeki iyileşme ve 3) artan global arzı görmekteyiz. Öte yandan, şirketin yine aynı yöntemle hesapladığımız hammadde tedarik maliyetlerinin 2021 Mayıs ayının başından bu yana %10 artarak ton başına 620 USD'ye ulaştığı görülmektedir (**Grafik 1**). Bu artışın en önemli nedeni Mayıs ayından bu yana kok kömürde gözlenen %70'lik artıştır. Haziran başında Çin'de meydana gelen maden kazalarının ardından Çin'in kuzeyinde ve doğusunda güvenlik teftişleri için kapatılan kömür madenleri Çin'de arzı kısarak, kömür fiyatlarını önemli ölçüde artırmıştır. Ayrıca, Çin hükümetinin siyasi gerilimler nedeniyle Avustralya'dan ithal ettiği kömüre uyguladığı ithalat yasağı da kömür fiyatlarının hızla yükselmesine neden olmuştur.

Düşen ürün ve yükselen hammadde fiyatları sonucunda Kardemir'in güncel ürün satış marjlarının 2021 1. çeyreğindeki ortalama %50 düzeylerinden Temmuz 2021'de %16'ya düştüğünü göstermektedir. Bununla beraber Kardemir hisse getirilerinin geçen 5 yıl büyük ölçüde emtia borsalarında işlem gören güncel ürün satış marjlarına paralel hareket ettiğini görüyoruz (**Grafik 2**). Diğer bir deyişle daralan ürün satış marjları Kardemir hissesinin performansına önemli bir etki yapmaktadır.

Hammadde maliyet baskılarının hafiflemesi ve iç pazardaki görece güçlü talebin hisse fiyatına olumlu yansımalarını düşüyoruz. Görüşümüze göre Çin hükümetinin yükselen emtia fiyatlarını kontrol altına alma önlemleri ve çevreyi kirleten çelik endüstrisinde daha çevreci bir politika izlemesi sonucunda kömür ve demir cevheri fiyatlarında önümüzdeki birkaç çeyrekte düşüş bekliyoruz. Çin'deki çelik üretiminin kısılması aynı zamanda çelik fiyatlarındaki düşüş eğilimini de terine çevirebilir. Bu nedenle Kardemir'in piyasa ürün marjlarının uzun vadeli tarihsel ortalaması olan %50-60 düzeyine geri dönmesini bekliyoruz. Buna paralel şirketin FAVÖK'ünün 2Ç/2020'de ton başına 220 USD seviyesinde olmasını ve 3Ç/2021'de bu seviyelerde seyretmesini bekliyoruz. Yılın geri kalanında ekonomik büyümede ani bir düşüş olmazsa, şirketin 2021E FAVÖK'ünün 3,6 milyar TL'lik tahminimizi geçmesi muhtemeldir.

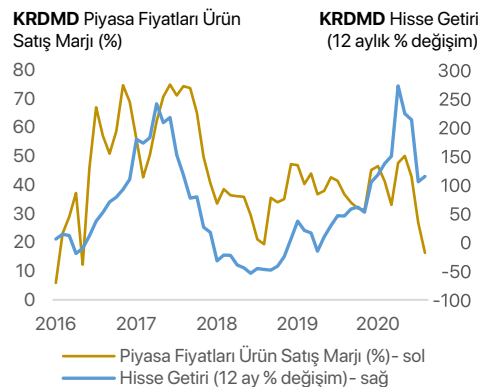
KRDMMD hissesi için 11.0 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse güncel olarak 1.9x 22E FD/FAVÖK'te (küresel emsal medyanına göre %38 iskontolu) işlem görmektedir. Bize göre, KRDMMD hisse fiyatındaki düzeltmenin, 1) güncel piyasa ürün satış marjlarında beklediğimiz iyileşme, 2) şirketin finansal kaldıraçındaki önemli düşüş ve 3) iç talebin geçen yıl kaydedilen yüksek düzeye oranla ılımlı seyretmesi gibi nedenlerden dolayı iyi bir satın alma fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, değerlendirme modelimizde şirketin uzun vadeli VAFÖK marjlarının 110-120 USD/ton düzeyinde normalize olacağını öngörmekteyiz. Şirketin 2021'da 180-200 USD/ton VAFÖK marjına ulaşacağını göz önüne alırsak hedef fiyatımızın ileriye dönük olarak oldukça muhafazakar varsayımlara dayandığını inanıyoruz.

Grafik 1. KARDEMİR Hammadde ve Piyasa Ürün Satış Fiyatları



Source: Bloomberg

Grafik 2. KARDEMİR Piyasa Ürün Satış Marjı ve Hisse Getiri Performansı



Source: Bloomberg

*Piyasa Ürün Satış Marjı= (Ürün Fiyatı/Hammadde Fiyatı - 1)
Piyasa Ürün Satış Fiyatı= 40% Karadeniz Kütük + 20% Çin Yuvarlak Demir + 20% LME Rebar + 20% Çin Kangal
Hammadde Fiyatı= 1.6 x Demir Cevheri + 0.8 x Kok Kömürü + 0.20 x Hurda

AL

Hisse Fiyatı: TL7.09

Hedef Fiyat: TL11.00

Şirket Bilgileri

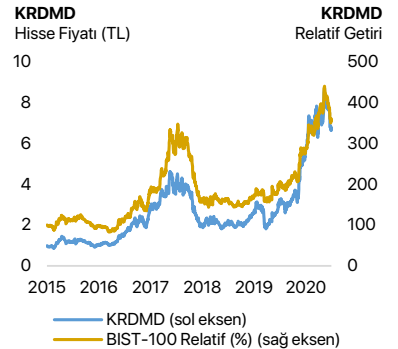
Bilgi	KRDMMD
Hisse Kodu	KRDMMD
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	11.00
Hedef Getiri	55%
Hisse Fiyatı (TL)	7.09
52 hafta fiyat aralığı	2.59-8.71
Hisse Adedi (mn)	780
HAO	89%
Piyasa Değeri (TL mn)	5,579
Piyasa Değeri (USD mn)	644
Firma Değeri (TL mn)	5,817
Firma Değeri (USD mn)	672
Net Borç (TL mn)	238
Net Borç (USD mn)	29
3A OİH (USD mn)	83
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	15%

Değerleme Çarpanları

	2020	21T	22T	23T
F/K (x)	134.4	2.6	3.3	2.9
FD/FAVÖK (x)	6.7	1.6	1.9	1.6
FD/Satışlar (x)	0.8	0.4	0.4	0.3

Kaynak: INFO Araştırma tahminleri

Fiyat Performansı



INFO Araştırma Ekibi

Araştırma: +90 (212) 700-2621
research@infoyatirim.com.tr

Kurumsal Satış: +90 (212) 700-2622
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Çağlar Toros– Uzman Analist

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist