

## Demir Çelik Sektörü

# KARDEMİR

## İşleyen Demir İşİldar

**Zor zamanlarda etkileyici performans.** 2020 yılında pandeminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmek için hükümetin izlediği destekleyici para ve kredi politikaları sonucunda Sanayi Endeksi 2020 yılı sonunda bir önceki yıla göre %10 artarak tarihi zirvesine erişmiştir. Yıl başından bu yana ılımlı bir yavaşlama görüldü ve Sanayi Endeksi Şubat ayı sonunda bir önceki yıla göre %11 daha yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Özellikle metal sanayii ve buna bağlı her türlü makine ve teçhizat üretiminde yıllık %25'leri aşan büyüme oranları kaydedilmiştir. Kardemir'in toplam üretiminin %58'ini oluşturan kütük ve inşaat demirinin ana girdilerden biri olarak kullanıldığı inşaat sektöründe 2018 yılından bu yana gözlenen daralmaya rağmen şirket 2020 yılında toplam satışlarını yıllık %5.8 artırarak 2.37 mn ton satış rakamına ulaşmıştır.

**Uzun ürün fiyatlarında son 6 ayda çok hızlı yükseliş gözlenmektedir.** Pandeminin baş göstermesiyle özellikle kütük, çubuk, ve yuvarlak çelik fiyatlarında yerel ve global piyasalarda görülen hızlı düşüş 2020 yılının son çeyreğinde terse dönmüş ve ürün fiyatlarında son çeyrekte Mayıs 2020'de görülen dip seviyelere göre ortalama %60'lara varan artışlar gerçekleşmiştir. Covid aşısının yaygın kullanılmaya başlanması ve pandeminin etkilerinin görece hafiflemesine bağlı olarak global uzun ürün fiyatları 2021 yılının başından bu yana yaklaşık %10 daha artmıştır. Kardemir'in ağırlıklı ortalama ürün satış fiyatının yılın ilk yarısında bir önceki yıl ortalamasına göre %50 artarak yaklaşık 660 USD/ton seviyesinin üzerine çıktığını hesaplamaktayız. Bunun yanı sıra Çin'in demir-çelik üzerindeki ihracat vergi iadesini iptal etmesi ile birlikte fiyatlarda görülen yeni artış eğiliminin Kardemir'in ürün satış fiyatlarına olumlu yansıtacağını bekliyoruz.

**Bu performans devam edebilir mi?** Demir-çelik sektöründe sıkça gözlenen iş döngüleri dünyada ve Türkiye'de uzun ürün fiyatlarının talep toparlanmasına rağmen bu düzeylerde kalamayacağına işaret etmektedir. Global çelik kapasite fazlasının son 10 yılda %50'ye yakın düşmesini takiben önümüzdeki yıllarda yeni kapasitenin devreye alınmasıyla ürün arzının artarak fiyatlar ve marjlar üzerinde baskı yapması beklenmelidir. Dolayısı ile Kardemir'in ton başına düşen VAFÖK marjının bu yıl için hesapladığımız ortalama 170 USD seviyesinden 2022-2025 arasında 110-120 USD düzeyine ineceğini öngörmekteyiz. Buna karşın toplam ton bazında yıllık ortalama %8 hızında büyümesini ön gördüğümüz ürün satış hacminin düşen marjları önemli ölçüde telafi etmesini beklemekteyiz. Şirketin iç pazardaki yüksek payı (fiyatlama gücü) ve ekonomik toparlanmanın etkisiyle 2022-2025 döneminde satışların dolar bazında yıllık %7 artması beklenebilir.

**Güçlü nakit akışı finansal borçlarda önemli bir düşüşe işaret ediyor.** Bu yıl beklenen yüksek VAFÖK ve nakit akışı sayesinde şirketin 2Ç/2021 döneminde net nakit pozisyonuna geçmesini bekliyoruz. 2022 yılında yapımına başlanması hedeflenen 6. yüksek fırın yatırımı (~200 mn USD) ve diğer düzenli yatırımların finansmanının gerektirdiği borçlanmanın bir bölümünün öz kaynaklardan karşılanması ile 2021-2025 döneminde şirketin net borç pozisyonunun düşük seviyede gerçekleşmesi beklenmelidir.

**Kardemir'in bugünkü piyasa değeri sürdürülebilir yüksek karlılığı yansıtmıyor.** 2021 yılı için net kar tahminimiz 2.16 milyar TL ile piyasa beklentisinin %25 üzerindedir. 2022 yılında beklediğimiz döngüsel marj daralmasının etkisiyle net karda %23'lük bir düşüş beklememize karşın, şirketin karlılığının 2023 ve sonrasında piyasanın beklediğinden daha güçlü seyretmesini öngörüyoruz. **KARDMD hissesinin olması gereken değerini İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile 11.00 TL olarak belirliyoruz ve şirket hisseleri için AL tavsiyesi veriyoruz.** 2022 VAFÖK tahminimize göre Firma Değeri/VAFÖK çarpanı 3.0x ile 5 yıllık ortalamasına (5.6x) %45 iskonto ile işlem görmektedir. 2010-2017 döneminde Kardemir hissesi uluslararası piyasalarda işlem gören benzer demir-çelik şirketleriyle karşılaştırıldığında FD/VAFÖK çarpanına göre %22 primli işlem görürken, konsensüs tahminlerine göre bugün %35 iskontoludur. Yatırımcıların yakın zamanda Kardemir'in 2021 yılında sergilediği performansın sürdürülebilir olduğuna ikna olacaklarını düşünmekteyiz.

Kardemir*	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net Kar (TL mn)	814	81	61	2,161	1,667	1,923
Konsensüs Tahmin Net Kar (TL mn)	814	81	61	1,716	1,384	1,649
Net Satışlar (TL mn)	5,583	6,076	7,520	13,407	14,834	17,209
VAFÖK (TL mn)	1,765	651	1,246	3,589	3,038	3,566
VAFÖK (USD per ton))	166	51	75	170	121	119

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri, \*KRDMD, KRDMA, KRDMB için konsolide

## AL

Fiyat: TL7.16

Hedef Fiyat: TL11.00

### Şirket Bilgileri

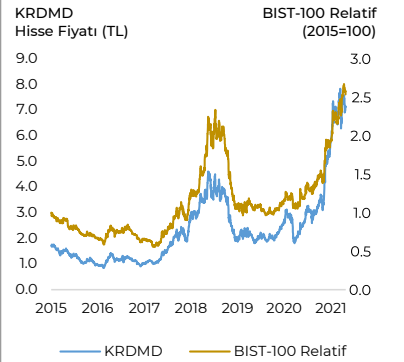
Hisse Kodu	KRDMD
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	11.00
Hedef Getiri	54%
Hisse Fiyatı (TL)	7.16
52 hafta fiyat aralığı	2.2 -7.2
Hisse Adedi (mn)	780
HAO	89%
Piyasa Değeri (TL mn)	5,586
Piyasa Değeri (USD mn)	679
Firma Değeri (TL mn)	6,140
Firma Değeri (USD mn)	960
Net Borç (TL mn)	554
Net Borç (USD mn)	75
3A OİH (USD mn)	112
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	18.6%

### Değerleme Çarpanları

	2020	21E	22E	23E
F/K (x)	134.6	3.8	4.9	4.2
FD/VAFÖK (x)	7.2	2.5	3.0	2.5
FD/Net Satışlar (x)	0.82	0.46	0.41	0.36

Kaynak: INFO Araştırma tahminleri

### Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Ekibi

Araştırma: +90 (212) 700-3769  
research@infoyatirim.com.tr

Kurumsal Satış: +90 (212) 700-3770  
cenkerdal@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

## Finansal Özet

## Gelir Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Net Satışlar	7,520	13,407	14,834	17,209
Satışların Maliyeti	-6,375	-9,842	-11,819	-13,652
Brüt Kar/Zarar	1,144	3,565	3,016	3,557
Faaliyet Giderleri	-123	-215	-237	-275
Esas Faaliyet Kar/Zarar	1,021	3,351	2,778	3,282
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	-478	-240	-207	-266
Faaliyet Kar/Zararı	544	3,111	2,571	3,015
Finansman Giderleri	-480	-264	-377	-485
Diğer Gelirler	11	31	26	30
Vergi Öncesi Kar/Zarar	77	2,881	2,222	2,563
Dönem Vergi Gideri	-16	-720	-556	-641
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	61	2,161	1,667	1,923
Net Kar/Zarar	61	2,161	1,667	1,923
VAFÖK	1,246	3,589	3,038	3,566

## Bilanço

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Dönen Varlıklar	4,932	6,883	9,699	10,374
Nakit ve Finansal Yatırımlar	1,440	1,341	2,967	2,581
Ticari Alacaklar	1,300	2,130	2,439	2,829
Stoklar	1,820	2,750	3,562	4,114
Diğer Dönen Varlıklar	371	662	732	849
Duran Varlıklar	5,888	6,212	7,050	8,389
Maddi Duran Varlıklar	5,821	6,116	6,943	8,264
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32	33	37	44
Ticari Alacaklar	3	6	7	8
Diğer Duran Varlıklar	32	57	63	73
Toplam Varlıklar	10,820	13,095	16,750	18,764
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,818	5,620	6,826	7,783
Finansal Yükümlülükler	716	382	873	824
Ticari Borçlar	2,528	3,505	4,048	4,862
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,575	1,732	1,906	2,096
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,098	1,423	2,205	2,173
Finansal Yükümlülükler	1,533	892	1,621	1,531
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	482	531	584	642
Özkaynaklar	3,903	6,052	7,719	8,808
Ödenmiş Sermaye	1,140	1,140	1,140	1,140
Geri Alınmış Paylar	-82	-82	-82	-82
Geçmiş Yıl Kar/zararları	1,195	3,356	5,022	6,112
Yedek Akçeler	1,638	1,638	1,638	1,638
Toplam Yükümlülükler	10,820	13,095	16,750	18,764

## Nakit Akış Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Düzeltilme Öncesi Kar	61	2,161	1,667	1,923
Amortisman ve İtfa Payları	225	238	259	284
Diğer Düzeltilmeler	480	46	-127	-31
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	926	-916	-475	-55
Esas Faaliyet İlgili Oluşan Nakit	1,691	1,528	1,325	2,121
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-292	-503	-1,039	-1,560
İşletme Yatırımları	-341	-478	-1,033	-1,550
Diğer İşletme Yatırımları	48	-25	-6	-10
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-173	-945	1,249	-938
Mali Borçlardaki Değişim	-221	-972	1,219	-139
Sermaye Artırımı	0	0	0	0
Temettü Ödemeleri	0	0	0	-833
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	48	27	30	34

## Finansal Analiz

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Büyüme (%)</b>				
Net Satışlar	23.8	78.3	10.6	16.0
Esas Faaliyet Kar/Zararı	126.7	228.1	-17.1	18.1
VAFÖK	91.5	188.0	-15.4	17.4
Net Kar/Zarar	-24.8	3462.2	-22.9	15.3
<b>Marjlar (%)</b>				
Brüt Kar Marjı	15.2	26.6	20.3	20.7
VAFÖK Marjı	16.6	26.8	20.5	20.7
Esas Faaliyet Kar Marjı	13.6	25.0	18.7	19.1
Net Kar Marjı	0.8	16.1	11.2	11.2
<b>Verimlilik</b>				
Alacak Devir Hızı (gün)	58	58	60	60
Stok Devir Hızı (gün)	102	102	110	110
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	137	130	125	130
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	1.6	1.6	1.6	1.6

## Karlılık

Aktif Karlılığı (%)	0.6	16.5	10.0	10.2
Özkaynak Karlılığı (%)	155.4	3570.1	2159.4	2182.8
Ticari Sermaye Getirisi (%)	17.1	42.0	29.5	29.4
<b>Kaldıraç</b>				
Varlıklar/Özsermaye (x)	2.77	2.16	2.17	2.13
Net Borç/Özsermaye (x)	0.21	-0.01	-0.06	-0.03
Net Borç/VAFÖK (x)	0.65	-0.02	-0.16	-0.06

## Seçilmiş Operasyonel Göstergeler

	2020	2021E	2022E	2023E
Toplam Satışlar (mn ton)	2,372	2,403	2,583	2,806
Kütük	945	936	954	973
Çubuk	576	576	605	635
Kangal	434	456	524	603
Profil	352	370	425	510
Ray	56	59	68	78
Diğer	9	7	7	7

## Makroekonomik Tahminler

	2020	2021E	2022E	2023E
GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	1.9%	4.0%	3.0%	3.0%
TÜFE (yıl sonu)	14.6%	13.5%	11.0%	10.0%
Ortalama USD/TL	7.01	8.81	9.69	10.66
Dönem Sonu USD/TL	7.42	9.27	10.20	11.22

## Değerleme

Kardemir şirket hisselerini Firmaya Serbest Nakit Akımlarına dayalı İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönetimi ile değerlemekteyiz. Değerlemede kullandığımız temel varsayımlar aşağıda verilmektedir:

- 1) Risksiz getiri oranı: %18
- 2) Hisse risk primi: %7
- 3) Hisse betası: 1.2
- 4) Uzun dönemli nominal büyüme oranı: %10

2021 VAFÖK tahminimize göre Firma Değeri/VAFÖK çarpanı 3.0x ile 5 yıllık ortalamasına (5.6x) %45 iskonto ile işlem görmektedir. 2010-2017 döneminde Kardemir hissesi uluslararası piyasalarda işlem gören benzer demir-çelik şirketleriyle karşılaştırıldığında FD/VAFÖK çarpanına göre %22 primli işlem görürken, konsensüs tahminlerine göre bugün %35 iskontoludur.

**Tablo 1. KARDEMİR İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi**

(TL mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Esas Faaliyet Kar Zararı	1,021	3,351	2,778	3,282	3,639	4,161
- Vergiler	16	720	556	641	758	859
=Vergi Sonrası Net Esas Faaliyet Kar/Zararı	1,005	2,630	2,223	2,641	2,880	3,302
+Amortisman Giderleri	225	238	259	284	331	369
-Yatırım Giderleri	341	478	1,033	1,550	723	842
-Net İşletme Sermayesindeki Değişim	926	-916	-475	-55	-221	549
=Firmaya Serbest Nakit Akımı	-37	3,306	1,924	1,429	2,709	2,281
İskonto Oranı		0.87	0.70	0.56	0.45	0.37
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	7,077	2,863	1,343	805	1,230	835
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	5,466					
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>12,544</b>		<b>KRDMD</b>	<b>KRDMA</b>	<b>KRDMA</b>	<b>KRDMB</b>
-İştirakler	32		22	7	3	
+Net Borç (en son dönem)	808		553	170	85	
+Azınlık Payları	0		0	0	0	
<b>Hedef Firma Değeri (FD)</b>	<b>12,544</b>		<b>8,585</b>	<b>2,644</b>	<b>1,315</b>	
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>			<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	
<b>Hedef Getiri</b>			<b>54%</b>	<b>75%</b>	<b>74%</b>	

### AOSM

Risksiz Getiri Oranı	18%
Beta	1.2
Risk Primi	7%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	15%
Sermayelendirme Oranı	24%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>24.0%</b>
Uzun Dönemli Büyüme Oranı	10%

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Tablo 2. KARDEMİR Karşılaştırmalı Konsensüs Değerleme Göstergeleri

BBERG Kodu	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri		F/K*		FD/VAFÖK		FD/Net Satışlar	
			(USD mn)		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
TKA GR	Thyssenkrupp AG	Almanya	8,281			19.9	1.9	1.3	0.1	0.1
MT Lx	ArcelorMittal SA	Lüksemburg	31,924	5.8	8.5		3.8	5.0	0.7	0.7
VOE AV	Voestalpine AG	Avusturya	8,020		12.3		9.6	5.9	0.9	0.8
SSABA SS	SSAB AB	İsveç	5,693	8.2	11.0		4.8	5.7	0.7	0.7
SZG GR	Salzgitter AG	Almanya	1,999	6.6	7.7		3.4	3.6	0.3	0.3
NUE US	Nucor Corp	ABD	24,101	7.5	16.8		4.9	8.7	0.9	1.1
CLF US	Cleveland-Cliffs Inc	ABD	9,324	5.8	11.7		4.7	7.2	0.9	1.0
X US	United States Steel Corp	ABD	6,392	5.5	25.4		3.5	6.3	0.6	0.7
CSNA3 BZ	Cia Siderurgica Nacional	Brazilya	13,000	8.1	10.4		5.2	6.5	2.3	2.5
005490 KS	POSCO	Kore	21,346	9.1	9.1		4.4	4.4	0.6	0.6
SAIL IN	Steel Authority of India Ltd	Hindistan	5,547	9.4	4.5		6.8	4.7	1.3	1.1
BSL AU	BlueScope Steel Ltd	Avusturya	8,483	11.3	10.1		6.3	6.1	2.2	2.2
EVR LN	Evrax PLC	İngiltere	13,368	6.8	8.9		4.9	6.1	1.4	1.5
MAGN RM	Magnitogorsk	Rusya	9,812	5.9	7.6		3.9	4.7	1.1	1.2
MTLR RX	Mechel PJSC	Rusya	433	0.0	0.0		6.4	20.8	1.1	1.2
NLMK RM	Novolipetsk Steel PJSC	Rusya	21,790	7.4	11.3		5.5	7.4	1.9	2.1
CHMF RX	Severstal PAO	Rusya	20,302	8.0	11.2		5.5	7.0	2.4	2.7
EREGL TI	Eregli Demir ve Çelik	Türkiye	8,098	7.3	9.4		4.4	5.3	1.3	1.3
	Medyan		-	7.4	10.4		4.8	6.0	1.0	1.1
KRDMD TI	Kardemir (D)	Türkiye	941	4.2	5.1		3.0	4.1	0.9	0.8
KRDMA TI	Kardemir (A)	Türkiye	941	3.6	4.3		3.0	4.1	0.9	0.8
KRDMB TI	Kardemir (B)	Türkiye	941	3.7	4.4		3.0	4.1	0.9	0.8

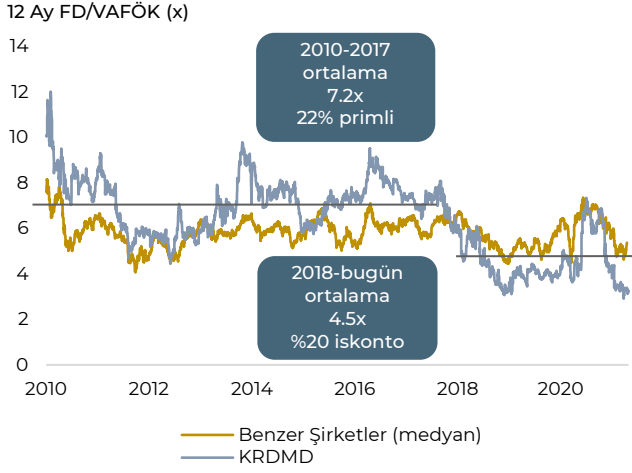
Kaynak: Bloomberg, EquityRT, INFO Araştırma Tahminleri

\*Boş hücreler dönem zararı anlamına gelmektedir

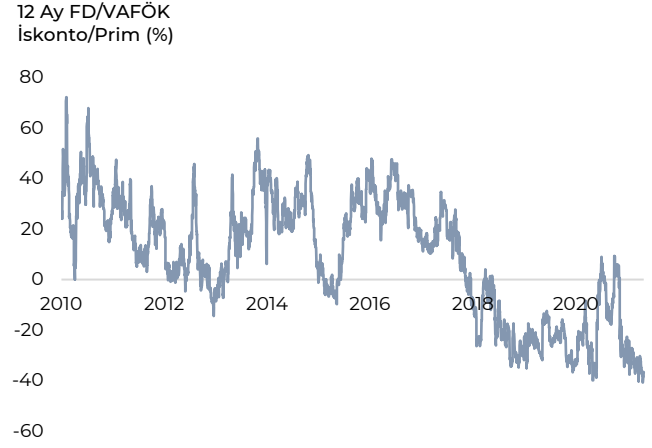
Tablo 3. KARDEMİR Hisse Fiyatı Performansı

	USD Cinsinden Getiri (%)				MSCI EM Enekesine Göre Getiri (%)			
	YBB	1A	3A	12A	YBB	1A	3A	12A
thyssenkrupp AG	33	3	14	111	27	-1	17	39
ArcelorMittal SA	-1	3	0	11	-6	-1	2	-27
voestalpine AG	25	10	21	123	19	5	24	47
SSAB AB	54	11	35	139	47	6	38	57
Salzgitter AG	25	14	26	165	19	10	28	74
Nucor Corp	52	2	61	106	45	-2	64	35
Cleveland-Cliffs Inc	28	13	17	344	22	8	19	192
United States Steel Corp	42	5	27	217	35	0	30	108
Cia Siderurgica Nacional SA	53	52	53	568	45	46	57	339
POSCO	-2	2	1	10	-7	-2	3	-28
Steel Authority of India Ltd	35	27	75	278	28	22	79	149
BlueScope Steel Ltd	25	14	38	167	19	10	41	76
Evrax PLC	48	19	38	225	41	15	41	114
Magnitogorsk	21	19	26	72	15	14	29	13
Mechel PJSC	-3	23	8	15	-8	18	11	-24
Novolipetsk Steel PJSC	28	23	26	138	22	18	29	57
Severstal PAO	35	29	42	130	28	24	44	52
Eregli Demir ve Çelik	31	34	32	138	24	29	35	57
Median	30	14	27	138	23	10	29	57
Kardemir (D)	10	4	-7	169	5	0	-5	77
Kardemir (A)	-6	9	-6	133	-11	5	-4	53
Kardemir (B)	7	9	-5	136	1	5	-3	55

Kaynak: Bloomberg, EquityRT, INFO Araştırma Tahminleri

**Grafik 1.** KRDMMD FD/VAFÖK çarpanı karşılaştırması

Kaynak: Bloomberg

**Grafik 2.** KRDMMD Benzer Şirketler FD/VAFÖK İskonto/Prim Oranı

Kaynak: Bloomberg

## Riskler

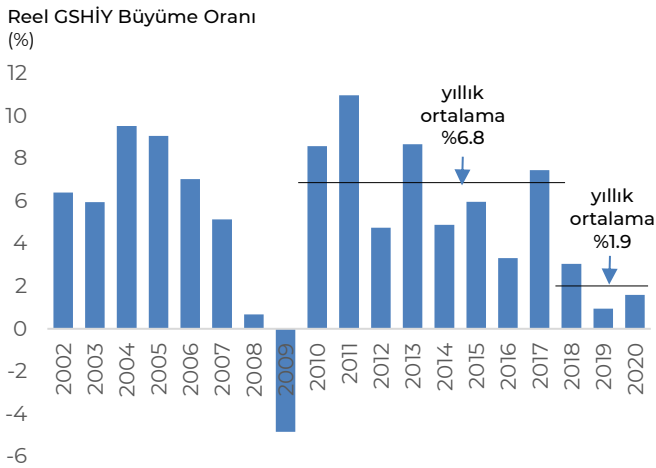
- 1) 2021 ve sonrasında Türkiye ve dünyada beklenenden yavaş toparlanma
- 2) Demir-çelik fiyat döngüsünün öngördüğümüzden daha sert bir düşüşe yolaçması
- 3) Şirketin kapasite artış planlarını geciktirmesi
- 4) Şirketin satışlarında ihracatın payının düşük olması
- 5) İnşaat çeliğindeki genel talep koşullarının beklenenden daha olumsuz gelişmesi

## Genel Görünüm

2010-2017 döneminde yıllık reel ortalama %6.8 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi 2018'de yaşanan kur krizinden sonra hızlı yavaşlama kaydederek, 2020 yılındaki pandeminin de etkisiyle, 2018-2020 yılları arasında ortalama %1.9 gibi oldukça düşük bir büyüme performansı sergilemiştir (**Grafik 3**). TL'deki zayıflama, kur oynaklığı ve buna bağlı yükselen faizler nedeniyle özellikle inşaat sektöründe çok önemli bir daralma görülmüştür. İnşaata bağlı Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu 2010-2017 yılları arasında %12 gibi çok yüksek bir yıllık reel performansı yakaladıktan sonra 2018-2020 yılları arasında reel olarak yıllık ortalama %7.5 daralmıştır (**Grafik 4**). Bu daralmada konut ve ticari gayrimenkul sektörlerinde görülen hızlı daralma önemli bir rol oynamıştır.

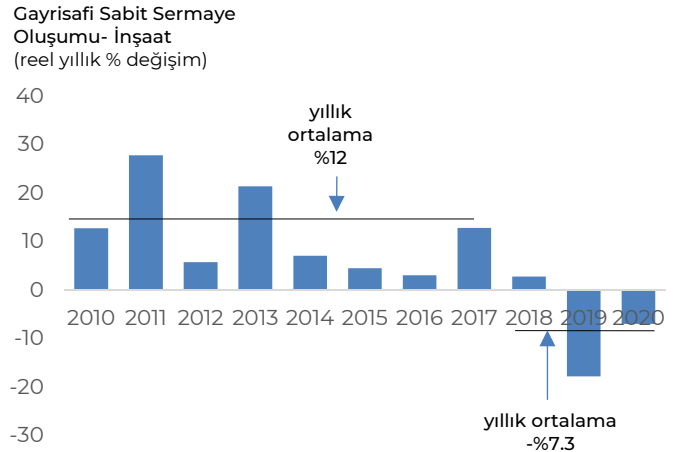
İnşaat sektöründeki gelişmelere bağlı olarak uzun demir-çelik ürünlerinin toplam iç tüketimi 2017'de kaydedilen rekor yıllık 18.1 milyon ton'dan 2019 yılı sonunda 10.8 milyon ton'a düşmüştür (**Grafik 6**). Diğer yandan ihracat pazarlarındaki canlılık sayesinde Türkiye'nin toplam uzun çelik ihracatı 2010-2020 döneminde yıllık 10 milyon ton seviyelerinde seyrederek sektörel destek olarak iç pazardaki sert daralmayı bir ölçüde telafi etmiştir.

**Grafik 3.** Türkiye: Reel GSYİH Büyüme Oranları



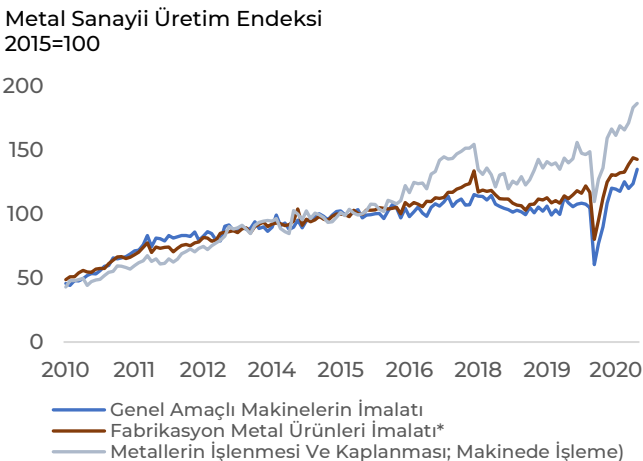
Kaynak: TÜİK

**Grafik 4.** Türkiye: Reel GS Sabit Sermaye Oluşumu- İnşaat



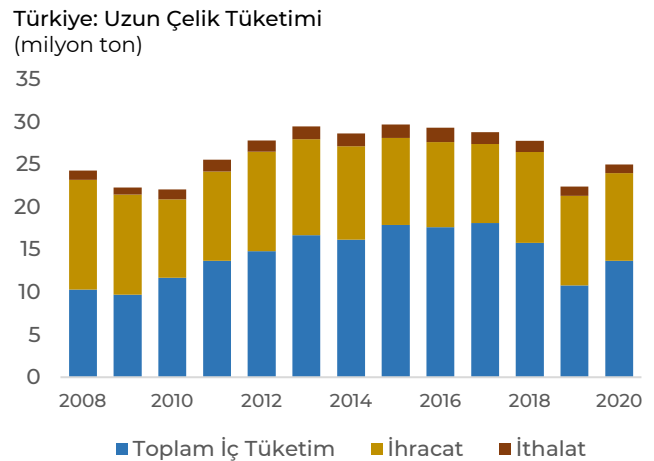
Kaynak: TÜİK

**Grafik 5.** Metal ana ve yan sanayii üretiminde 2020 yılında keskin yükseliş kaydedildi



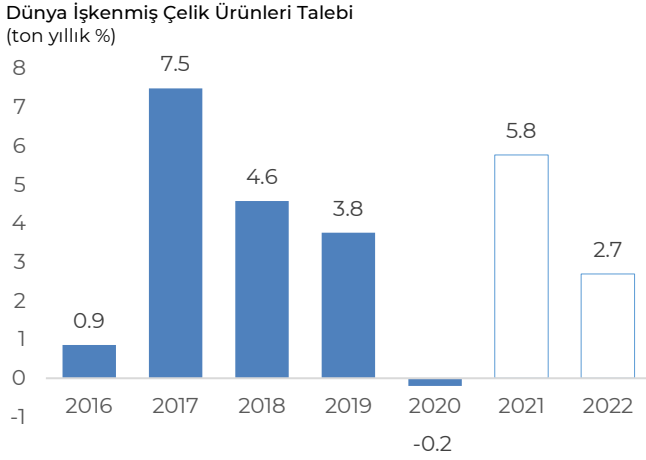
Kaynak: TÜİK

**Grafik 6.** Uzun çelik talebi 2014-2017 döneminde tepe yaptıktan sonra düşüş eğilimine girmiştir



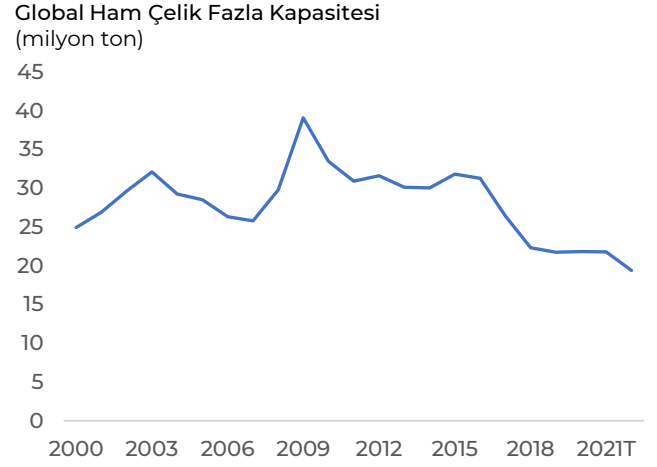
Kaynak: Şirket verileri

**Grafik 7.** WSO tahminlerine göre global çelik talebi 2021-2022 döneminde hızlı toparlanma sergileyecek



Source: OECD

**Grafik 8.** Global ham çelik kapasite fazlası geçen 10 yılda %50 azalmıştır



Source: OECD

### 2020 yılında iç pazarda hızlı bir toparlanma

2020 yılında pandeminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmek için hükümetin izlediği destekleyici para ve kredi politikaları sonucunda Sanayi Endeksi 2020 yılı sonunda bir önceki yıla göre %10 artarak tarihi zirvesine erişmiştir. Yıl başından bu yana ılımlı bir yavaşlama görülse de Sanayi Endeksi Şubat ayı sonunda bir önceki yıla göre %11 daha yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Özellikle metal sanayii ve buna bağlı her türlü makine ve teçhizat üretiminde yıllık %25'leri aşan büyüme oranları kaydedilmiştir (**Grafik 6**).

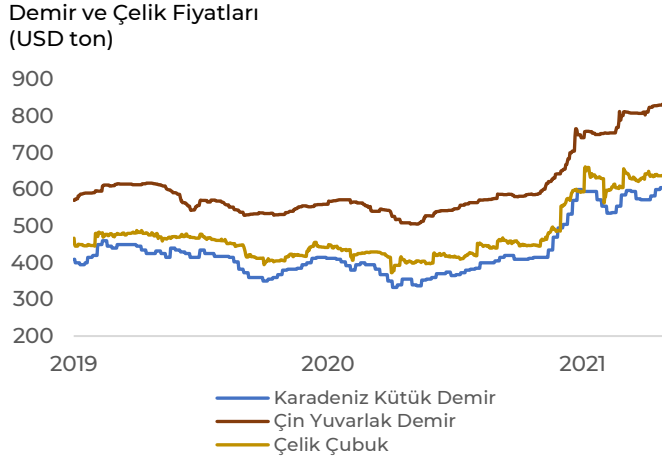
Bunun yanı sıra her ne kadar eskiyi yakalayamasa da 2020 yılının ikinci yarısında özellikle konut faizlerinde görülen hızlı düşüş ve hükümetin Kamu bankaları aracılığıyla inşaat sektörünü desteklemesi sonucu inşaat faaliyetlerinde ılımlı bir toparlanma kaydedilmiştir.

Sanayide kullanılan uzun ürünlerin (kangal, kalın kangal, profiller, yuvarlaklar, ray) inşaat dışında kullanıldığı sektörlerde görülen keskin toparlanma Kardemir başta olmak üzere demir-çelik üreticilerinin 2020 yılının ikinci yarısında satış hacimlerine çok olumlu yansımıştır.

Diğer yandan pandeminin etkisinin aşının yaygın kullanımına başlanmasıyla giderek hafiflediği gelişmiş ekonomiler ve özellikle Çin'deki toparlanma sonucu World Steel Organization (WSO) tahminlerine göre AB başta olmak üzere 2021-2022 yıllarında çelik ürünlerine olan talebin hızla artması beklenmektedir (**Grafik 7**). WSO dünya toplam işlenmiş çelik talebinin 2021-2022 yıllarında ortalama %4.2 büyüme kaydederek 2022 sonunda 1.92 milyar ton seviyesine erişeceğini öngörmektedir. WSO Nisan 2021 raporunda verilen rakamlara göre Ocak-Mart 2021 döneminde dünya ham çelik üretimi yıllık %10 artarak talep koşullarındaki güçlenmeye işaret etmektedir.

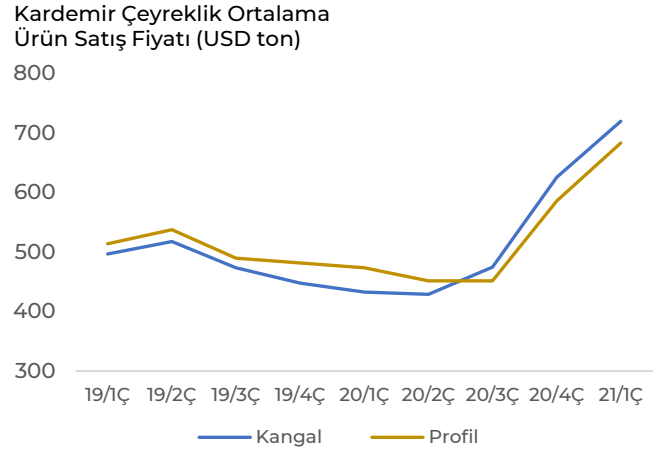
Hızlı bir artış eğilimine giren global talebe karşılık dünyadaki toplam ham çelik kurulu kapasite fazlasının düşmeye devam ederek 2022 yılı sonunda yıllık 20 milyon ton seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir. Büyük ölçüde Çin'in geçen 10 yılda çevre kirliliği gibi nedenlerde devre dışı bıraktığı üretim nedeniyle dünyadaki toplam fazla kapasite 2009'daki tepe noktasına göre %50 daha düşük bir seviyeye gerilemiştir (**Grafik 8**). Bununla birlikte demir-çelik sektöründe görülen uzun dönemli iş döngülerine bakarsak 2022 yılından başlayarak artan talebe paralel ham çelik üretimine yeni kapasite eklenmesi beklenmelidir.

**Grafik 9.** 2020 yılının son çeyreğinde global uzun demir-çelik ürün fiyatları çok sert yükseliş göstermiştir



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 10.** Kardemir'in sattığı ana ürün gruplarında dünya fiyatlarına paralel hızlı artışlar olmuştur



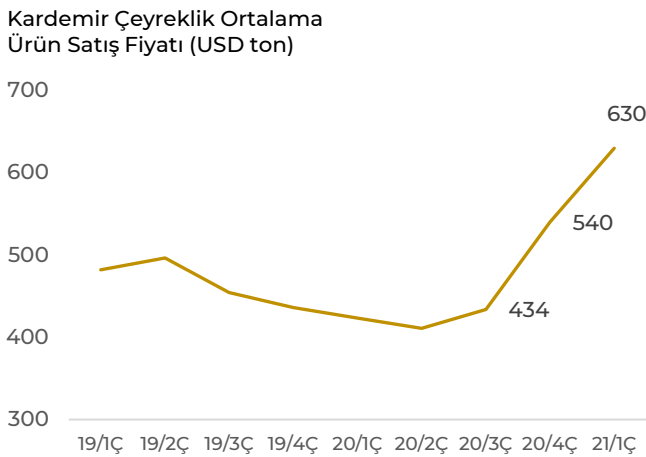
Kaynak: Şirket verileri, Bloomberg

### Global demir-çelik ürün fiyatları son 6 ayda çok hızlı artmıştır

Pandemi sonrasında özellikle kütük, çubuk, ve yuvarlak çelik fiyatlarında yerel ve global piyasalarda uzun demir-çelik ürünlerinde yıllık %20'lere varan fiyat düşüşleri kaydedilmiştir (**Grafik 9**). Covid aşısının kısa sürede kullanıma sokulacağı beklentisi, nakliye ve tedarik zincirlerindeki kopmalar ve bundan daha da önemlisi gelişmiş ekonomilerde devreye sokulan genişlemeci para ve mali politikaların etkisiyle dünya emtia fiyatlarında genele yayılan bir fiyat artışı sürecine girilmiştir. Demir-çelik fiyatlarında 2020 yazında fiyat düşüşleri durmuş ve 3. çeyrek sonlarına doğru çok keskin bir yükseliş başlamıştır. Bunun sonucunda uzun ürün fiyatlarında Nisan-Mayıs aylarında görülen dip seviyelere göre ortalama %60'lara varan artışlar gerçekleşmiştir. Covid aşısının yaygın kullanılmaya başlanması ve pandeminin etkilerinin görece hafiflemesine bağlı olarak global uzun ürün fiyatları 2021 yılının başından bu yana yaklaşık %10 daha artmıştır.

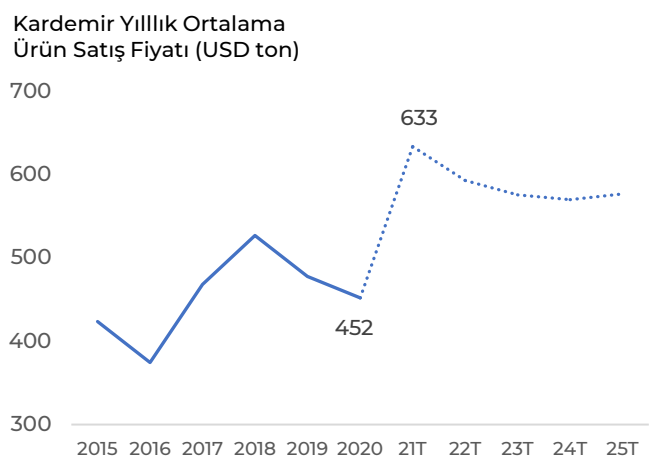
Bir yandan iç talebin özellikle sanayii üretiminde güçlü seyretmesi diğer yandan global fiyatlarda görülen yükseliş ile Kardemir'in ortalama ürün satış fiyatları 2020'in son çeyreğinde 2020/2Ç dönemine göre %25 artış kaydederek ton başına 540 USD'ye çıkmıştır (**Grafik 11**). 2021/1Ç döneminde de devam eden global fiyat artışlarına ve iç talep canlılığına bağlı olarak Kardemir'in ortalama ürün satış fiyatının yıl başına göre %17 daha artarak 630 USD düzeyine çıktığını tahmin ediyoruz. Şirket yönetimi 2021/2Ç kontrata bağlanan satış fiyatlarının bu seviyelerin biraz üzerinde gerçekleştiğini belirtmiştir (**Grafik 12**).

**Grafik 11.** 2020/3Ç döneminden itibaren ürün fiyatları hızla artarak 2021/1Ç sonunda 630 USD/ton'a ulaşmıştır



Kaynak: Bloomberg, Şirket verileri

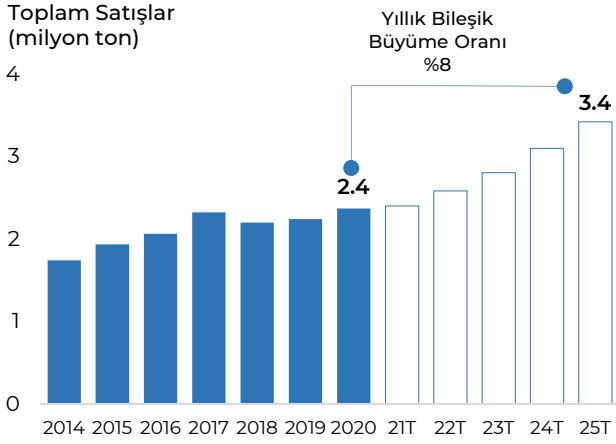
**Grafik 12.** Kardemir'in ortalama satış fiyatlarının 2021'de tepe yapması beklenmelidir



Kaynak: Bloomberg, Şirket verileri

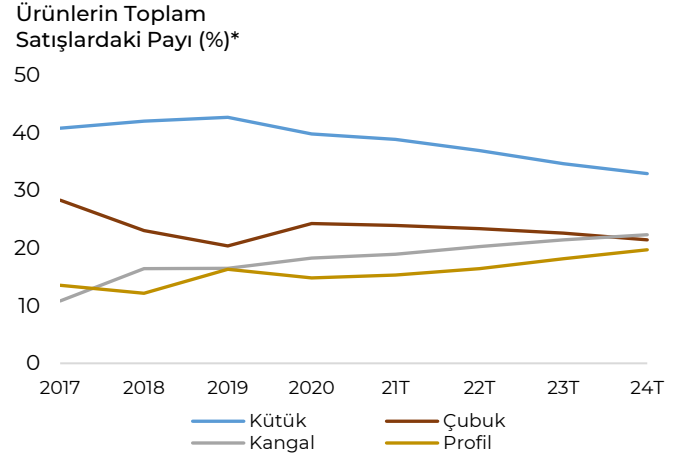


**Grafik 13.** 2022-2023 arasında devreye girecek olan yeni kapasitenin üretim ve satış hacmini 2025'de 3.5 mın ton düzeyine taşıyacağını öngörmekteyiz



Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 14.** Yüksek katma değerli Kangal, Kalın Kangal, Profil ve Ray ürün grubunun toplam satışlar içindeki payının artması hedeflenmektedir



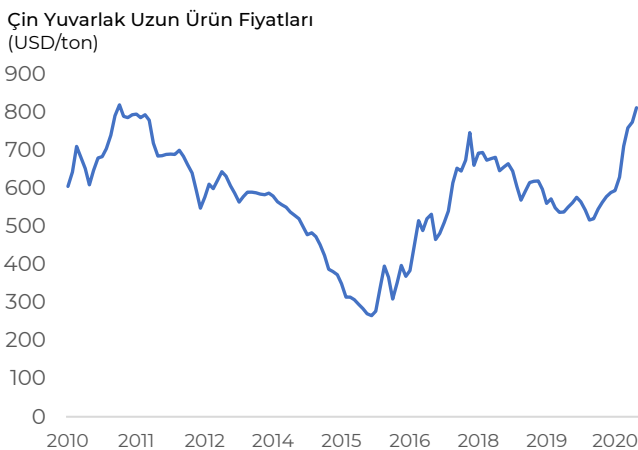
Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Demir-çelik sektöründe sıkça gözlenen iş döngüleri dünyada ve Türkiye'de uzun ürün fiyatlarının talep toparlanmasına rağmen bu düzeylerde kalamayacağına işaret etmektedir. Global çelik kapasite fazlasının son 10 yılda %30'a yakın düşmesini takiben önümüzdeki yıllarda yeni kapasitenin devreye alınmasıyla ürün arzının artarak fiyatlar ve marjlar üzerinde baskı yapması beklenmelidir.

Dolayısı ile Kardemir'in ortalama ürün satış fiyatlarının 2022'de bir önceki yıla göre %10'a yakın düşeceğini ve 2022-2025 döneminde 550 USD/ton düzeyinde olacağını öngörmekteyiz. **Grafik 15 ve 16'da** görüleceği gibi demir-çelik fiyatları 5-7 yıl süren iş döngüleri sergilemektedir. 2015 yılında başlayan yükseliş döngüsünün 2021 yılı sonunda düşüş yönüne döneceği beklenmektedir. Ancak beklenen düşüşün yukarıda da bahsettiğimiz kapasite fazlasının düşük olması, çevre kirliliğini önlemek için global düzeyde uygulanmaya başlanan temiz üretim standartları ve pandemi sonrasında altyapı yatırımlarına hız verilmesinin beklentisi ile bir önceki (2010-2015) döngüsü kadar sert fiyat düşüşlerine neden olmayacağı öngörülmektedir.

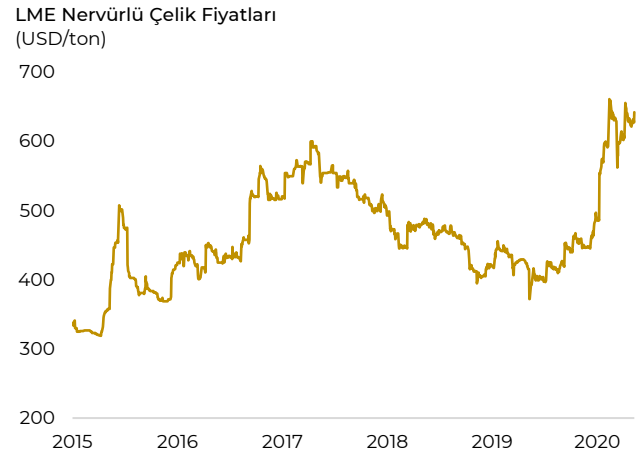
Biz de kendi tahminlerimizi bu dinamikleri yansıtabilecek şekilde oluşturarak, 2022-2025 arasında sınırlı fiyat düşüşünü finansal modelimize baz aldık. Riskler bölümünde de belirttiğimiz gibi eğer dünya ve Türkiye ekonomisi beklenenden daha yavaş toparlanırsa demir-çelik fiyatları öngördüğümüzden daha sert düşebilir.

**Grafik 15.** Çin'de işlem gören yuvarlak uzun ürün fiyatları (2010-2021)



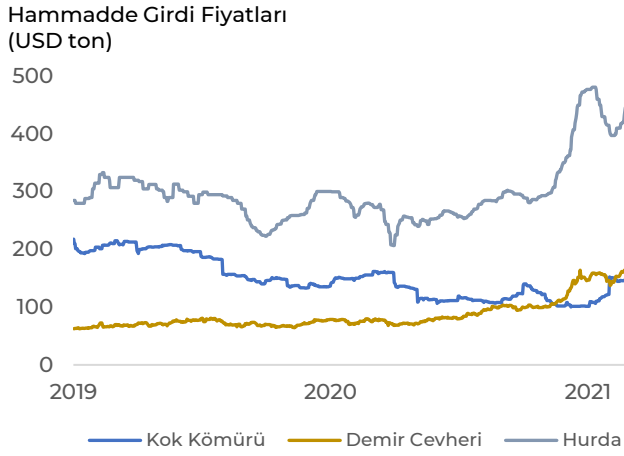
Kaynak: Bloomberg

**Grafik 16.** LME borsasında işlem gören nervürlü inşaat çelik fiyatları (2015-2021)



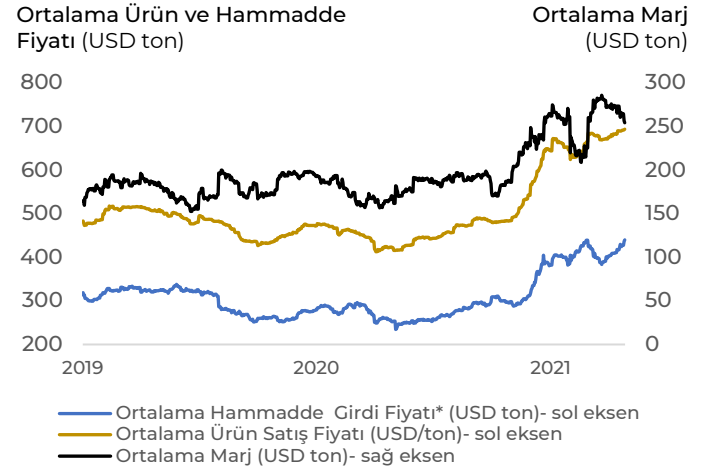
Kaynak: LME Ice

**Grafik 17.** Global emtia fiyatlarındaki artışa paralel çelik üretiminin ana girdi fiyatlarında da sert yükselişler kaydedilmiştir



Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 18.** Uzun ürün ortalama satış fiyatları ve ana gridi maliyetleri arasındaki marj 200-250 USD/ton düzeylerinde seyretmektedir



Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

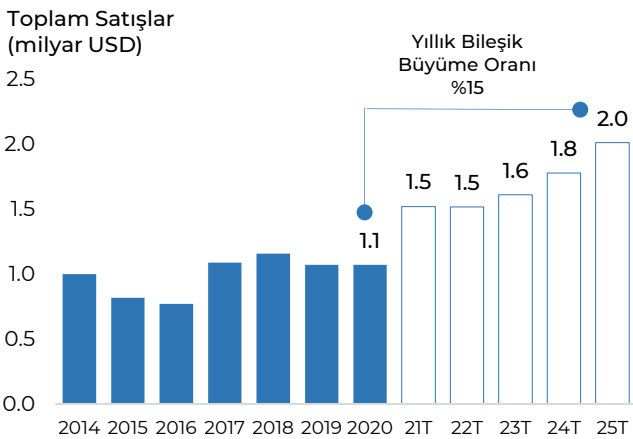
\*1 ton ham çelik üretiminde kullanılan hammadde oranları:  
Demir cevheri=1.4  
Kok kömürü=0.8  
Hurda demir=0.2

### 2021 yılı performansı tekrarlanabilir mi?

Yukarıda da açıkladığımız üzere 2021 yılındaki fiyat gelişmelerinin uzun süre devam etmesi bize göre oldukça zor görünmektedir. Diğer yandan iç pazarda da yılın ikinci yarısında sanayi üretimindeki yavaşlamaya paralel uzun ürünlere olan talebin azalacağını öngörmekteyiz. Diğer bir deyişle geçen 6 aydaki olumlu dinamiklerin aynı yönde ve şiddete devam etmesinin olasılığı yüksek değildir. Bununla beraber ürün fiyatlarında beklediğimiz döngüsel düşüşü 2022 yılından sonra talepteki artışın büyük ölçüde telafi emesini bekleyebiliriz.

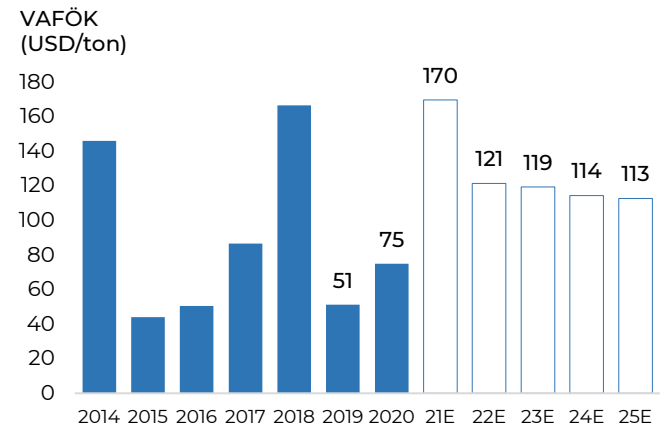
Şirketin VAFÖK marjının ton başına 120 USD düzeyine düşmesine karşın, 2020-2025 döneminde satış hacmindeki artışın toplam satışlarda USD bazında yıllık ortalama % 15'lik bir büyümeyi sağlayacağını tahmin etmekteyiz. Finansal modelimize göre 2021 yılı toplam satışlarını 1.5 milyar USD düzeyinde tahmin etmekteyiz. Kapasite artışını takip eden dönemin sonunda toplam satışların 2 milyar USD olarak gerçekleşmesini öngörmekteyiz.

**Grafik 19.** Kardemir'in 2020-2025 döneminde toplam satışlarının USD bazında %15 büyümelerini bekliyoruz



Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

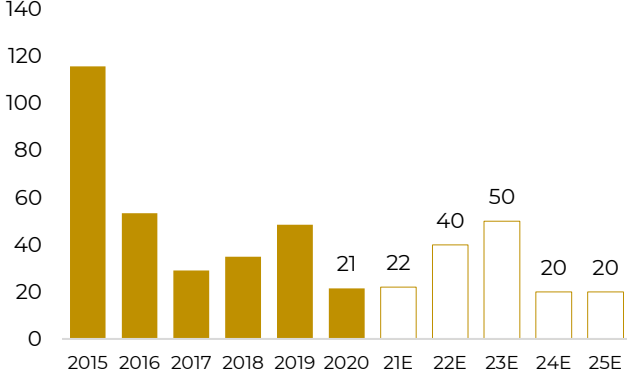
**Grafik 20.** Kardemir'in VAFÖK marjının 2021 yılında rekor kırarak Ortalama 170 USD/ton olmasını öngörüyoruz



Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 21.** 2022-2025 yılları arasında yeni yüksek fırın ve diğer düzenli yatırımların yıllık ortalama ton başına 45 USD düzeyinde olmasını öngörüyoruz

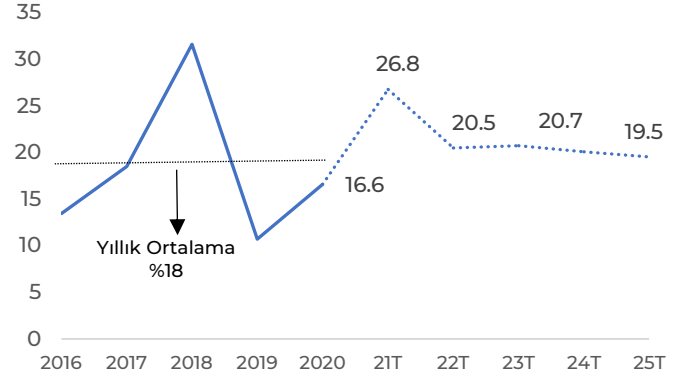
Toplam Yıllık Yatırımlar  
(USD/ton)



Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 22.** Şirketin VAFÖK marjının 2022-2025 döneminde yıllık ortalama %20 düzeyinde olmasını tahmin etmekteyiz

VAFÖK Marjı  
(%)



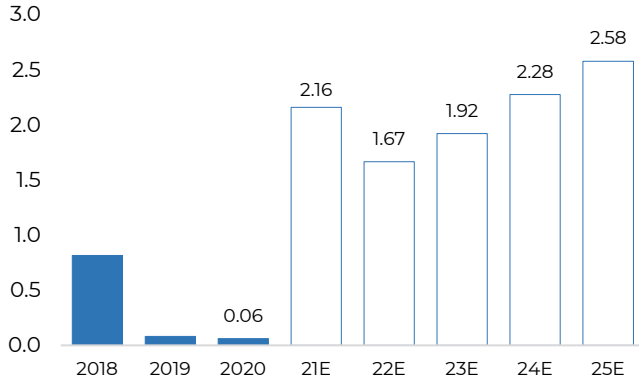
Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

2021 yılında kaydedilen yüksek gelir ve nakit akışları sonucunda şirketin borçlarını 1.3 milyar TL'nin altına çekerek 2021/2Ç sonunda net nakit pozisyonuna geçmesini bekliyoruz. Düşen borçluluk ve bilançodaki açık pozisyonun düşmesi net finansal giderleri (kur zararları dahil) düşürecektir.

Sonuç itibarıyla 2021 yıl sonunda şirketin toplam net karının 2.16 milyar TL düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Net kar tahminimiz piyasa beklentinin %25 üzerindedir. 2022 yılında beklediğimiz net kar büyümesindeki düşüşe karşın uzun dönemli net kar artışının yıllık ortalama %15-20 arasında olmasını öngörmekteyiz. Kur ve finansal tahminlerimiz şirketin net karının dolar bazında 2021-2025 döneminde ortalama 200 milyon USD düzeyinde olacağını ima etmektedir.

**Grafik 23.** Kardemir'in 2021 yılı sonunda net karının 2.16 milyar TL'ye yükselmesini öngörmekteyiz

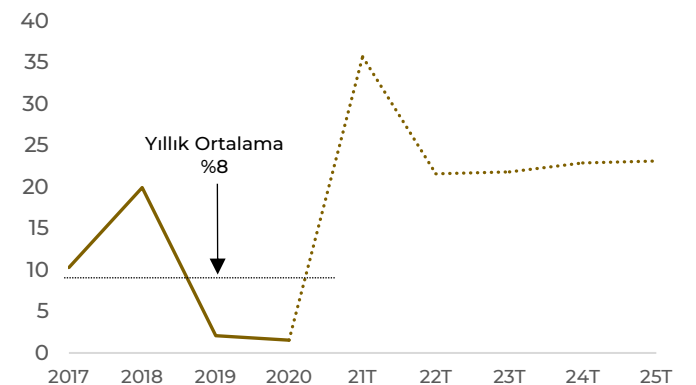
Net Income  
(TL bn)



Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 24.** Özkaynak karlılığının 2021-2025 arasında %20'nin üzerinde seyretmesini bekliyoruz

Özkaynak Karlılığı  
(%)



Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

## 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

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist