

**ÖZET BİLGİLER**

Ereğli Demir Çelik Fabrikaları 1960 yılında kurulmuş olup 3,85 milyon ton sıvı çelik, konsolide olarak 9 milyon ton kapasitesiyle dünyanın en büyük çelik üreticileri arasında yer almaktadır. 2006 yılında Oyak Maden Metalürji grubuna katılan Ereğli, iştiraki olan İskenderun Demir Çelik şirketi ile Türkiye'nin ilk ve en büyük entegre yassı çelik üreticisi konumundadır. Ereğli Demir Çelik tesisinin yaklaşık 4 milyon ton ham çelik kapasitesi bulunurken nihai mamul kapasitesi ise 5 milyonun üzerindedir. İştiraki İskenderun Demir Çelik tesisinin ise yaklaşık 5,8 milyon ton sıvı çelik, 3,5 milyon ton yassı ürün üretim kapasitesi bulunmaktadır. Ana faaliyet konusu levha, sıcak ve soğuk haddelenmiş sac ile kalay, krom ve çinko kaplamalı sac üretimi olup; boru profil, beyaz eşya, otomotiv, haddecilik, genel imalat, elektrik – elektronik, makine, enerji, ısı gereçleri, gemi inşa, savunma ve ambalaj gibi sektörlerle hammadde sağlamaktadır. Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 7 milyar TL olup, ödenmiş sermayesi 3,5 milyar TL'dir.

**Ortaklık Yapısı**

Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	%
Ataer Holding A.Ş. (Oyak Grubu)	1.724.982	49.29
Halka Açık Kısım	1.667.181	47.63
Erdemir'in Elinde Olan Hisse Senetleri	107.837	3.08
Genel Toplam	3.500.000	100

Kaynak: Ereğli

**İştirakler**

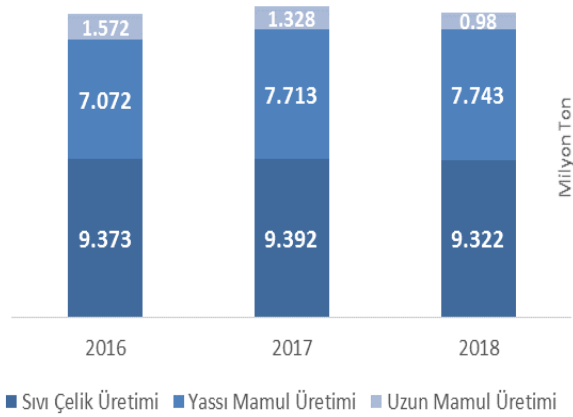
Şirketler	Faaliyette Bulunduğu Ülke	Şirket Faaliyet Alanı	Payı
İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.	Türkiye	Entegre Demir ve Çelik Üretimi	94.87
Erdemir Madencilik San. Ve Tic. A.Ş.	Türkiye	Demir Cevheri, Pelet	90
Erdemir Çelik Servis Merkezi San. Ve Tic. A.Ş.	Türkiye	Çelik servis Merkezi	100
Erdemir Müh. Yön. Ve Dan. Hiz. A.Ş.	Türkiye	Yönetim ve Danış.	100
Erdemir Romania S.R.L	Romanya	Silisli Çelik Üretimi	100
Erdemir Asia Pacific Private Limited	Singapur	Ticari Faaliyet	100
İsdemir Linde Gaz Ortaklığı A.Ş.	Türkiye	Endüstriyel Gaz Üretim ve Satışı	50
Erdemir Enerji Üretim A.Ş.	Türkiye	Yenilenebilir Enerji Üretimi	100

Kaynak: Ereğli

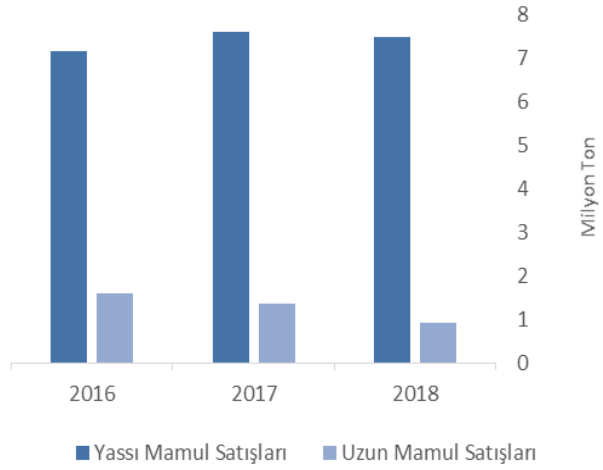
**Ereğli Üretim Hacmi ve Satışlar**

Ereğli tesislerinde 2018 yılında üretilen sıvı çelik bir önceki yıla göre %-0.7 düşüşle 9,3 milyon tona gerilemiştir. Ereğli ve İskenderun tesislerinin toplam üretim miktarına yer verilen yassı mamul ürünleri ise %0.4 artış ile 7,7 milyon tona ulaşmıştır. 2017 yılına göre %-26.2 oranında düşüş gösteren uzun mamul üretimi 980 bin ton seviyesine gerilemiş üretimdeki bu düşüş aynı ürünün satış rakamlarına %-32.6 düşüşle 919 bin ton olarak yansımıştır. Şirketin uzun mamul üretimindeki düşüşe paralel olarak satış yaptığı sektörlerdeki yavaşlamadan kaynaklı satış hacimlerinin düştüğünü söyleyebiliriz. Yassı mamul satışlarında ise %1.5 düşüşle 7,5 milyon tona gerileme yaşanmıştır.

## Üretim Hacmi



## Satış Hacmi

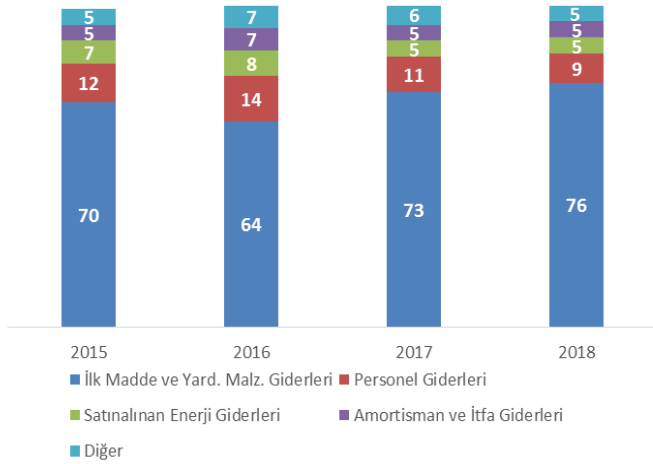


Kaynak: Ereğli

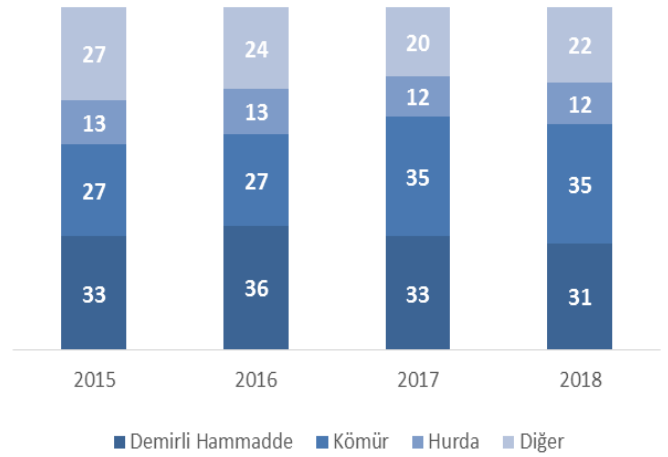
## Maliyet

2018 yılı içerisinde satılan malın maliyetini %76 oranı ile ilk madde ve yardımcı malzeme giderleri oluşturmaktadır. Demir hammadde, kömür, hurda ve diğer kaynakların oluşturduğu ilk madde ve yardımcı malzeme giderleri kaleminin maliyetine demir ve kömür fiyatları doğrudan etki edecektir. Demir ve kömür fiyatlarındaki artış maliyeti yükseltirken şirketin kar marjını etkileyecektir.

## Satılan Malın Maliyet Dağılımı (%)



## İlk Madde ve Malzeme Dağılımı (%)

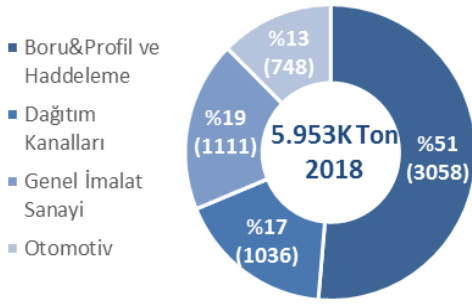


Kaynak: Ereğli

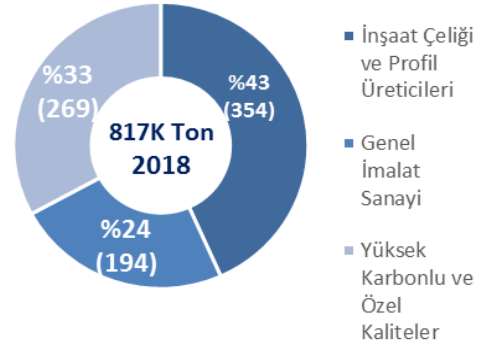
## Satış Dağılımı

Şirketin 2018'de yassı mamul yurtiçi satışlarında bir önceki yıla göre %-9.61 düşüş yaşanırken uzun mamul yurtiçi satışlarında bir önceki yıla göre %-32.26 düşüş yaşanmıştır. Yassı mamul satışlarının %51'i boru&profil ve haddeleme sektörüne, %13'lük kısmı otomotiv sektörüne yapılmıştır. Uzun mamul satış dağılımında ise %43 oranındaki payı ile inşaat sektörü öncü olmaktadır.

## Yassı Mamul Yurtiçi Satış Dağılımı



## Uzun Mamul Yurtiçi Satış Dağılımı



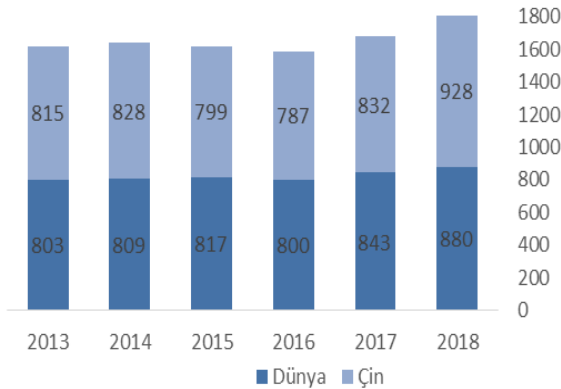
Kaynak: Ereğli

## Çelik Üretimi

Dünya Çelik Derneği (Worldsteel) tarafından açıklanan verilere göre, 2018 yılında dünyada ham çelik üretimi %4,6 oranında artışla 1.8 milyar tona yükseldi. Dünyanın en büyük çelik üreticisi olma konumunu elinde bulundurmaya devam eden Çin'in ham çelik üretimi geçtiğimiz yıla göre %6.6 artarak 928 milyon tona yükseldi. Bununla birlikte dünya ham çelik üretimindeki payı %50,3'ten %51,3'e yükseldi. ABD'nin Çin'den ithal edilen çeliğe %25 ek vergi uygulaması ticaret savaşlarının başlamasına öncü olmuştu. Taraflar ticaret savaşının sona ermesi ile ilgili yapıcı açıklamalar da bulursa da müzakere süreci belirsizliğini korumakta. Gerilimin devam etmesi küresel piyasalarda çelik fiyatlarına etki edebilir.

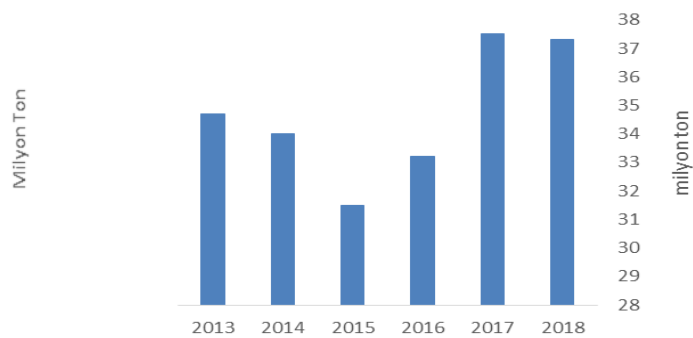
Türkiye demir çelik sektöründe hem üretim hem de tüketim bakımından dünyada önde gelen ülkelerden biri. Dünyanın 8. büyük çelik üreticisi ve tüketicisi olan ülkemizde 2018 yılının tamamında ham çelik üretimi 2017 yılında kaydedilen rekor seviye olan 37,5 milyon tona kıyasla, %-0.6 oranında düşüşle 37,3 milyon ton olarak gerçekleşti. 2018 yılında Türkiye'nin kütük (yarı mamul) üretimi bir önceki yıla kıyasla %-4.5 oranında azalışla, 24,6 milyon tona gerilerken, slab (yarı mamul) üretimi, %8.2 artışla 12,6 milyon tona yükseldi.

## Dünya ve Çin Ham Çelik Üretim



Kaynak: Worldsteel, TÇÜD

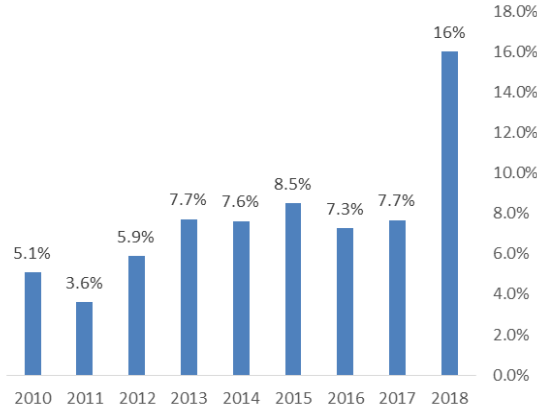
## Türkiye Ham Çelik Üretimi



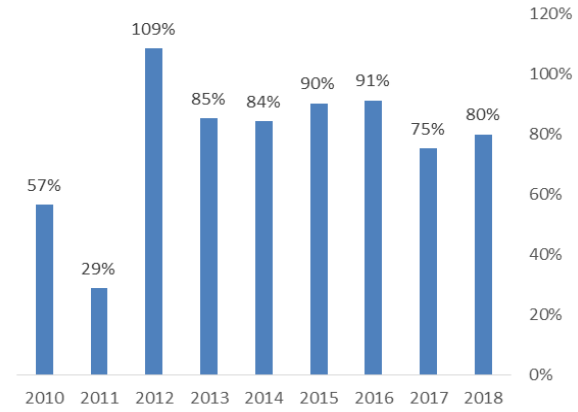
## Temettü Beklentileri İle Pozitif

Şirket önemli yatırımlarını tamamlama sebebiyle 15 Aralık tarihine kadar temettü dağıtmasını beklemekteyiz. Temettü getirisine baktığımızda son 10 yılın ortalamasına göre 2 kat fazladır. Şirket geçmiş yıllarda da karının yaklaşık ortalamada %80'nini temettü olarak dağıtmıştır. Özellikle temettüye önem veren yerli ve yabancı yatırım fonlarının talep göstermesi açısından pozitif görülebilir. 10 yıllık tahvil faizinin %15 olduğu durumda %16 temettü getirisini pozitif karşılamaktayız.

## Temettü Getirisi



## Temettü Dağıtım Oranı



Kaynak: KAP, Alan Yatırım Araştırma

## DEĞERLEME

### Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Ereğli, 2018 Aralık dönemi sonunda yıllık bazda milyon 1,164 milyon US\$ net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışı ve yurtiçindeki benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptı. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda primli işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 7.79 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2019 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	EREGL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	5,863	822	7.13	6.08	5,001	1.43	7.79

### FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 yılını 1794 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Ereğli'nin 4.31x ve global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalaması 5.45x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 21% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 7,3 milyar US\$ ve tahmini hisse değerinin ise 11.30 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	EREGL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	5,393	1,247	4.33	5.45	7,258	2.07	11.30

### Satışlara Göre Değerleme

2018 sonu itibariyle 5,6 milyar US\$ ciro yapmış olan şirket geçen yıla kıyasla cirosunu yaklaşık %9 arttırmıştır. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 1.01x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %27 primli ve tahmini hisse değerini ise 7.35 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	EREGL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	5,393	5,336	1.01	0.80	4,723	1.35	7.35

### Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 5,527 milyon US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %21 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 11.52 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	EREGL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	5,863	5,556	1.06	1.33	7,396	2.11	11.52

## Kapasiteye Göre Değerleme

Yaklaşık 9.2 milyon ton üretim kapasitesine sahip olan şirket, ton başına yaklaşık 586 US\$ şirket değeri yaratmaktadır. Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin kapasitesine baktığımızda bu rakam ortalama 690 US\$ olmaktadır. Benzer şirketlere göre %20 iskontolu olan şirketin tahmini hisse başı değerini 10.62 TL olarak hesaplamaktayız.

Firma Değeri/Kapasite	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Kapasite (milyonTon)	EREGL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Kapasite	5,863	9.2	586	690	6,821	1.95	10.62

## Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	FD/Kapasite	Ülke
Arcelor Mittal	21,470	5.96	3.43	0.44	0.50	345.56	Hindistan
Tata Steel	8,569	3.35	5.53	1.00	0.91	914.20	Hindistan
Novolipetsk Steel	14,540	5.78	3.93	1.17	2.22	930.28	Rusya
Gerdau Steel	6,078	10.96	5.94	0.80	0.97	575.91	Brezilya
United States Steel	3,330	7.70	3.21	0.33	0.80	327.10	ABD
EVRAZ	10,881	3.51	3.26	0.94	-	1,123.02	İngiltere
Thyssenkrupp	8,681	6.62	13.63	0.35	2.63	1,040.29	Almanya
Steel Dynamics	7,770	8.62	4.43	0.76	1.98	1,093.11	ABD
İskenderun Demir Çelik	3,794	5.03	4.09	1.40	1.31	326.38	Türkiye
Kardemir	488	3.29	7.00	0.78	0.66	228.57	Türkiye
Ereğli Demir Çelik	5,696	7.13	4.33	1.01	1.06	586.22	Türkiye
Ortalama		6.08	5.45	0.80	1.33	690.44	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	7.13	6.08	5,001	1.43	7.79
Satışlara Göre Değerleme	4.33	5.45	7,258	2.07	11.30
FAVÖK'e göre değerlendirme	1.01	0.80	4,723	1.35	7.35
Defter Değerine Göre Değerleme	1.06	1.33	7,396	2.11	11.52
Ortalama					9.72
Hisse Kapanış Fiyatı					8.94
Potansiyel (Yön-%)			Yükseliş		9%

Varsayımlar

\*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 13/03/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 8.94 üzerinden alınmıştır.

\*USD/TRY kuru 5.45 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Satış Gelirleri	5,135	5,617	5,336	5,230	5,264	5,299	5,334	5,369	5,404	5,440	5,476	5,512	5,548
Operasyonel Kar	1,303	1,605	1,067	941	842	795	800	805	865	925	876	827	777
FAVÖK	1,501	1,794	1,247	1,117	1,019	973	979	986	1,046	1,108	1,060	1,012	963
Vergi			235	207	185	175	176	177	190	203	193	182	171
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)			266	284	302	322	343	365	388	414	441	469	500
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			1,215	1,041	903	826	813	798	848	897	812	725	634
İskonto Faktörü			1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6	2.9	3.2
İndirgenmiş Nakit Akım			1,093	842	656	540	478	422	403	384	312	251	197
Nihai Büyüme													1.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													2,149
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													5,578
Şirket Değeri													7,727
Net Borç (-)													494
Özsermaye Değeri													8,221
Piyasa Değeri													5,756
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													42.8%
İşlem Fiyatı (TL) (30/11/2018)													8.94
Hedef Fiyat (TL)													12.77

Varsayımlar

\*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.5 alınmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 13/03/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 8.94 üzerinden hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	9.72	9%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	12.75	43%
Ortalama Hedef Fiyat %50-50	11.23	26%

Varsayımlar \*Kapanış Fiyatı 13/03/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 8.94 üzerinden alınmıştır.

## Sonuç

Ereğli için iki ayrı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirketlere göre piyasa çarpanı karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer şirketler yurtiçi ve yurtdışı olmak üzere benzer faaliyet göstermektedir ve gelişmiş ülkelere fiyatlandırma içinde olduğunu varsayarak rasyoları ıskontolama uygulanmamıştır. Geçmiş yıllarda olduğu gibi şirket 2019 yılında da temettü dağıtacaktır. Temettü verimliliği yaklaşık %16'ya gelmekte olup, gösterge tahvilin %15 seviyelerinde olduğu ekonomimizde emeklilik fonu ya da temettü ödemesini önemseyen yatırım fonlarının olması açısından pozitif bir katalist olduğunu düşünmekteyiz. Şirket geçmiş yıllarda ortalama kar miktarının %80'ini temettü olarak dağıtmıştır. Temettü ödeme tarihi açıklanmasa da yılsonuna doğru ödemesi durumunda şirket yaklaşık 100 milyon US\$ ek faiz geliri elde edebileceğini öngörmekteyiz. İndirgenmiş nakit akımları yöntemimizde bu olası hususu da göz önünde bulundurduk. Bu iki değerlendirme yöntemine %50'şer ağırlık verilmiş olup, olması gereken ortalama fiyatı 11.23 TL olarak hesaplamaktayız. Ayrıca şirketin çoğunlukla düşük çarpanlardan işlem görmesi bu etkenler ile birlikte daha cazip çarpanlardan işlem görmesini sağlayacaktır. ABD-Çin ticaret görüşmelerinden gelen olası pozitif haber akışları global sanayi metal fiyatlarında yükselişe sebep olabileceği gibi şirket kar marjının azalmasına yönelik endişeleri azaltabilir. Olası bir global büyümede Ereğli'nin kar marjlarının iyi olmasını beklemekteyiz. Şirket 13/03/2019 kapanışına göre 8.94 TL den işlem görmektedir. Şirketin uzun vadeli hedefleri, global ekonomik büyüme ve kısa vadede global ekonomide etkisi olacak ABD-Çin ticaret anlaşması potansiyel taşımasına rağmen 0.9 beta oranı ve %26 yükseliş potansiyeli ile yukarı yönlü hareket etmesini beklemekteyiz. Riskler olarak ABD-Çin ticaret görüşmelerinin olumsuz sonuçlanması ve yurtdışında beklenen ekonomik toparlanmanın beklenenden geç gerçekleşmesini belirtebiliriz.

## GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2016	2017	2018	2019*
<b>Toplam Brüt Satışlar</b>	3861	5150	5654	5371
Yurtiçi Satışlar	3289	4334	4366	4148
Yurtdışı Satışlar	488	680	1114	1058
<b>Toplam Gelirleri</b>	3851	5135	5617	5336
Satışların Maliyeti	3034	3695	3874	4002
Toplam Giderler	-3180	-3832	-4012	-4269
Operasyonel Kar	672	1303	1605	1067
<b>FAVÖK</b>	889	1501	1794	1247
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	24	38	-8	-5
Net Finansal Gelirler	56	17	197	39
Vergi Öncesi Net Kar	752	1358	1795	1101
Vergi	232	290	579	242
<b>Net Kar/Zarar (Aznlık Payları Hariç)</b>	502	1029	1164	822
<b>Marjlar</b>				
Brüt Kar Marjı	21%	28%	31%	25%
FAVÖK Marjı	23%	29%	32%	23%
Net Kar Marjı	13%	20%	21%	15%
<b>Bilanço Büyüklükleri</b>				
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-658	-635	-303	-303
Net Borç	189	668	494	494
Özsermaye	4306	4904	5392	5556
Ödenmiş Sermaye	991	919	665	665

Kaynak : Ereğli, Alan Yatırım



**Genel Müdürlük**

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL  
+90 212 370 22 22  
[www.alanyatirim.com.tr](http://www.alanyatirim.com.tr)

**Ankara İrtibat Bürosu**

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA  
+90 312 312 69 80

**İzmir İrtibat Bürosu**

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR  
+90 232 445 64 66

[arastirma@alanyatirim.com.tr](mailto:arastirma@alanyatirim.com.tr)

**Yasal Uyarı :** Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. 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 belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, 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 görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.