



Ereğli Demir Çelik - 3Ç 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 3,703 Mn US\$

Cari PD: 3,016 Mn US\$

Marjlardaki Düzeltme Karlılığı Arttırdı

Ereğli Demir Çelik'in Oyak'a devri sonrasında yeniden yapılanma çalışmalarıyla rekor üretimler gerçekleştiren şirket yatırımlarını daha da hızlandırdı. Ereğli Demir ve Çelik, 2006 yılı 9 aylık döneminde 2,099 bin ton sıcak metal ve 2,887 bin ton nihai yassı ürün mamul üretimi gerçekleştirdi. Aynı dönemde 2,067 bin tonu yurtiçine olmak üzere toplam 2,957 bin ton yassı mamul satışıyla 2,581 milyon YTL net satış geliri elde etti. 2006 yılı boyunca global olarak artan ve 700 US\$/ton seviyelerine ulaşan soğuk çelik fiyatlarının yanısıra İsdemir'de yeniden yapılanma çalışmalarının ilerlemesinin maliyetler üzerinde yarattığı olumlu etki de şirketin karlılığını artırıcı etkide bulunmaktadır.

Erdemir'in 3Ç 2006 net satışları aynı dönemin bir önceki yılına göre %7 oranında artış göstererek 2,460 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşirken şirketin 3Ç 2006 SMM'i bir önceki yılın aynı dönemine göre %5 azalış göstererek 1,923 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak Ereğli'nin 3Ç 2006 brüt kar marjı da toparlanarak geçen yılın aynı dönemindeki %12.7 oranından %21.8'e yükselmiştir.

Erdemir'nin faaliyet giderleri ise tasarruf tedbirlerinin etkisini göstermesi sonucunda 3. çeyrekte genel giderlerin azalmasıyla geçen yılın aynı döneminde 115 milyon dolar iken, 3Ç 2006'da 89 milyon dolar seviyesine gerilemiştir.

Erdemir'nin finansman giderleri ise yeni yatırım faaliyetleri çerçevesinde 2005 yılının aynı dönemine göre % 144 oranında artış göstermiştir. Şirketin kısa vadeli borçları ise, geçen yılın aynı dönemine kıyasla %75 oranında artarak 796 milyon US\$ seviyesine ulaşmıştır.

Tüm bu etkenlerin sonucunda Ereğli Demir Çelik'in 2006 yılının 3. çeyreğinde net karı, 2005 yılının 3. çeyreğine göre % 9 oranında artış göstererek, 282 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Beklentiler

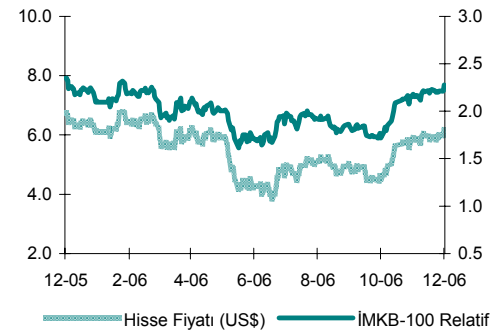
Erdemir, orta vadede 3.5 milyon ton/yıl nihai mamul kapasitesini 5 milyon ton/yıl'a çıkarmayı hedeflerken

	YTL	US\$
Fiyat	8.90	6.18
İMKB-100	38,185	26,526
US\$ (MB Alış):	1.460	
52 Hafta Yüksek:	9.09	6.80
52 Hafta Düşük:	6.27	3.84
İMKB Kodu:	EREGL	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	487.9
Piyasa Değeri (YTL Mn):	4,342.1
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	3,016.4
Halka Açıklık Oranı (%):	49
Halka Açık PD (YTL Mn):	2,127.6
Halka Açık PD (US\$ Mn):	1,478.0

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	4.7	2.3	-2.1
US\$ Getiri (%):	5.8	-4.9	-8.4
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	-1.3	-0.6	1.1
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	21.83		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	15.82		

Beta	0.88
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.42
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.36



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
F/K	5.81	3.77	22.56	7.65	13.20
PD/DD	0.61	0.68	0.91	0.96	0.64
FD/VAFÖK	2.35	1.87	6.63	4.89	3.00
FD/Satışlar	0.72	0.61	1.25	1.22	0.84
Hisse Başına Kar (US\$)	5.12	1.21	0.30	0.71	0.77
Firma Değeri (US\$ Mn)	1,431	2,005	3,886	3,748	2,757
VAFÖK (US\$ Mn)	608	1,073	586	575	688

Ereğli Demir Çelik

2006 yılı sonu için ise 3.9 milyon ton yassı mamul satışı gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Yatırım programı kapsamında 2006 yılında bitirilmesi planlanan tesislerden Kok Gazı ve Yüksek Fırın Gaz Depoları ile 6.Hava Ayırıştırma Tesisi tamamlanarak işletmeye alınmış ayrıca 6.Kireç Fabrikası'nın montajı tamamlanmıştır.

Erdemir, Türkiye'de üretim yapan Toyota, Ford, Assan gibi üreticilere sac satmaktadır. Türkiye'de üretim yapan otomotiv şirketleri arasında sadece OYAK Renault, Erdemir'den sac almamaktaydı. Erdemir'in otomotiv sektörüne verdiği sac miktarı toplam üretiminin yaklaşık %18'i civarında iken Bursa'daki fabrikasında yılda ortalama 200 binin üzerinde araç üreten Oyak Renault, Erdemir'den sac aldığına şirketin bu alandaki payının yüzde 20'yi aşması beklenmektedir.

Ereğli Demir Çelik ile geçtiğimiz dönemde birleşen İsdemir'de ise slab üretiminin 2006 yılı sonunda başlaması planlanıyor. Devranılan ve modernize edilen İsdemir tesislerinin önümüzdeki 5 yıl içerisinde Erdemir'in slab ithalatının önemli bir bölümünü karşılaması hedefleniyor. İsdemir'in kendi yassı tesislerinin 2008'de devreye girmesi ile slab üretimi tam kapasite kullanılmaya başlanacaktır.Bu yatırımlar sonucu Ereğli tesisinin nihai yassı çelik kapasitesi 5 m/t yıl ve Erdemir grubunun yassı çelik kapasitesi 8.5 m/t yıl olacaktır.

Erdemir, 2006 yılı Ağustos ayında, kuruluş kapasitesi 500 bin ton/yıl olan levha haddehanesini faaliyete geçirecek ticari anlamda levha üretimine başladı. 128 milyon dolar harcama yapılan levha haddehanesi ek yatırımlarla 140 milyon dolar'a mal oldu.

Erdemir, artan talepler doğrultusunda ikinci galvanizli sac üretim hattını yatırım planları arasına almıştır. Bu yatırımın şirketin galvanizli hatlardaki üretim kapasitesini 600 bin tona taşıması beklenmektedir. Ayrıca, otomotiv ve beyaz eşya sektörünün ihtiyaç ve beklentileri doğrultusunda, daha özel çeliklerin üretimine ve mevcut ürünlerin özelliklerinin geliştirilmesine yönelik yatırım ve modernizasyon çalışmaları da hızla sürdürülmektedir. Giderek düzelen marjları ve gerek ulusal gerek ise global çelik talebindeki yükseliş trendlerini de dikkate alarak Ereğli Demir Çelik için yıl sonu ciro beklentimiz 3.3 milyar US\$ yıl sonu kar beklentimiz ise 420 milyon US\$ seviyesindedir.

Değerleme

Erdemir'i değerlerken piyasa çarpanları yöntemine %50 İNA modelimize ise %50 ağırlık vermeyi tercih ettik. F/K ve FD/VAFÖK çarpanlarına göre bir miktar primli görünen Erdemir PD/DD oranı açısından ise sektör ortalamasına göre bir miktar iskontolu işlem görmektedir.

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
BORUSAN MANNESMANN	9.5	1.3	5.6
BURÇELİK	-	1.5	8.3
BURÇELİK VANA	-	1.1	1,167.8
ÇELİK HALAT	12.4	1.1	6.3
ÇEMTAŞ	5.9	1.1	3.0
CEYTAŞ MADENCİLİK	10.2	1.8	5.6
DEMİSAŞ DÖKÜM	22.2	0.5	4.0
ERBOSAN	7.9	1.0	6.6
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	17.5	0.8	5.2
FENİŞ ALÜMİNYUM	11.0	0.9	4.1
KARDEMİR (A)	10.9	1.5	3.8
KARDEMİR (B)	11.5	1.6	4.0
KARDEMİR (D)	5.2	0.7	2.8
İZMİR DEMİR ÇELİK	6.5	1.5	4.4
SARKUYSAN	5.6	1.0	4.2
ORTALAMA	12.8	0.9	4.9
İSKONTO/PRİM	37%	-7%	6%

İNA modelimizde ise şirket için İsdemirdeki yenileme yatırımlarının etkisi ile ilk iki yıl %10'luk ardından yıllık %5'lik ciro artışı ve uzun dönemde %20 düzeyinde brüt kar marjı varsayımlarında bulduk. Erdemir'in 3Ç 2006 brüt kar marjının %22 seviyesine yaklaştığı düşünülürse muhafazakar olduğu görülen bu varsayımlar altında İNA modelimizin bize verdiği değer 4,640 milyon US\$ seviyesindedir.

Sonuçta Erdemir için hesapladığımız hedef piyasa değeri ise 3,703 milyon US\$ seviyesinde olup şirket son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize oranla %19 iskontolu işlem görmektedir. Gerek sağlam finansal verileri

Ereğli Demir Çelik

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	716	746	782	820	861	903	947	994	1,043	1,094	
Vergi	103	107	113	118	124	130	137	144	151	158	
Sabit Sermaye Yatırımları	181	188	197	207	217	228	239	251	263	276	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	122	127	133	139	145	152	159	167	175	183	
Serbest Nakit Akımları	310	324	340	356	374	393	412	433	454	477	477
İskonto Faktörü	1.12	1.25	1.39	1.55	1.73	1.94	2.16	2.41	2.69	3.01	0.19
İNA	278	260	244	230	216	203	191	179	169	159	2,513

Net Finansal Borçlar	557
Özsermaye	3,506
Borç %	0.14
Özsermaye %	0.86

Rf	0.08
Beta	0.88
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.12
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.10

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.12
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05

İNA (2006-2015)	2,127
Terminal İNA değeri	2,513

Toplam	4,640
---------------	--------------

gerekse demir çelik sektöründeki olumlu beklentilerimiz ışığında iyi bir yatırım fırsatı sunduğunu düşündüğümüz Erdemir'in önümüzdeki dönemde endeksin üzerinde getiri potansiyeli taşıdığını düşünüyor ve şirket için AL tavsiyesinde bulunuyoruz.

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	2,687	3,106	3,277	3,192	3,323	4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	(495)	(445)	7	(274)	5	102
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	73	118	127	187	130	(31)
Ticari Alacaklar	181	356	555	486	453	(7)
Hazır Değerler	219	603	419	379	765	102
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	444	897	970	982	953	(3)
Toplam Aktifler	3,109	4,634	5,354	4,952	5,629	14
Uzun Vadeli Borçlar	215	180	628	722	921	27
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	169	119	78	80	79	(2)
Kısa Vadeli Borçlar	312	696	734	455	796	75
Ticari Yükümlülükler	184	302	262	223	327	47
Toplam Yükümlülükler	880	1,297	1,702	1,481	2,123	43
Toplam Özsermaye	2,229	3,338	3,653	3,471	3,506	1
Toplam Pasifler	3,109	4,634	5,354	4,952	5,629	14

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Net Satışlar	1,977	3,268	3,108	2,306	2,460	7
SMM	1,812	2,499	2,754	2,014	1,923	(5)
Faaliyet Giderleri	87	138	166	115	89	(23)
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	78	631	188	177	448	153
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(12)	(36)	(59)	(55)	(133)	144
Diğer Gelirler (Giderler)	204	103	74	147	57	(61)
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	270	699	202	269	372	38
Vergi Giderleri	54	114	58	9	90	846
Azınlık Payı	(11)	(3)	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	227	588	144	260	282	9

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
Özsermaye Karlılığı	15.2%	21.1%	4.1%	9.7%	10.5%
Aktif Karlılığı	10.0%	15.2%	2.9%	6.7%	6.9%
Brüt Kar Marjı	8.3%	23.5%	11.4%	12.7%	21.8%
Net Kar Marjı	11.5%	18.0%	4.6%	11.3%	11.5%
VAFÖK Marjı	30.8%	32.8%	18.9%	24.9%	28.0%
U.V. Borçlar/Özsermaye	9.6%	5.4%	17.2%	20.8%	26.3%
Satışlar/Toplam Aktifler	63.6%	70.5%	58.0%	62.1%	58.3%

Alan Yatırım Araştırma

Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: arqe@alanyatirim.com.tr

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:52 sayılı ‘‘Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’’ çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasıya yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř. sorumlu tutulamaz.