

Çelik Sektöründe Katma Değerli Büyüme Vizyonu...

Kocaer Çelik'i demir çelik sektöründeki farklı iş modeli ve yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle beğeniyor, **Endeks Üzeri Getiri** ve hisse başına **68,36 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz**. 1) Aliğa'da bulunan iki fabrikada revizyon yatırımlarını tamamlamasıyla yılın ikinci yarısından itibaren katma değerli ürünlerin payının yükselmesini, 2024'te toplam satış hacminin yaklaşık %7 artmasını bekliyoruz. 2) Globalleşme çalışmalarına hız vermeyi hedefleyen Şirket Suudi Arabistan ve/veya ABD'de üretim tesisi açmak için fizibilite çalışmalarına devam ediyor. 3) Devam eden jeotermal enerji santrali yatırımı ile elektrik giderleri karşılanırken fazla elektriğin satışı ile ek gelir elde edilecek.

Katma değerli ürün payını artırma stratejisi sürüyor. Kocaer Çelik'in katma değerli ürünlerin payı 2023'te Aliğa - A2 fabrikasında gerçekleşen planlı duruşa bağlı olarak %39'a geriledi. 2024'ün ilk çeyreğinde ise katma değerli ürünlerin payı geçen yılın aynı dönemine göre 2 yüzde puan artarak %36 oldu. Gerek kâr marjlarındaki artış gerek ilk çeyrek seviyesini baz aldığımızda 2024 yılı ton başına FAVÖK beklentimiz 5815 TL'dir. Bu beklentimizi, artan talebe bağlı olarak revizyonu tamamlanan iki fabrikanın yüksek katma değerli ürün ihracatındaki artışa bağlıyoruz.

Şirket globalleşme çalışmalarına hız vermeyi hedefliyor. Suudi Arabistan ve/veya ABD'de bir üretim tesisi açmak için fizibilite çalışmalarına devam eden şirket Avrupa'daki dağıtım kanallarını geliştirmeye odaklanıyor. Şirketin bu yatırımı, gelecekte Avrupa'da önemli yatırımlar yapma potansiyelini işaret etmekte ve bu adımlar şirketin küresel pazarda büyüme hedefleri için fırsatlar sunmaktadır.

Kocaer Enerji Aydın'da 24 MW kapasiteli jeotermal enerji santrali yatırımını sürdürüyor. Santralde üretilen enerjiyi kendi ihtiyaçlarını karşılamak üzere kullanmayı planlamakla beraber artan kısmını satmayı hedefliyor. Fizibilite çalışmaları süren yatırımın 2026 yılının ilk yarısında devreye girmesi öngörülürken yaklaşık 48 milyon dolar yatırım harcaması ile FAVÖK'e yıllık 19-20 milyon dolar ek katkı sağlayacağını hesaplıyoruz.

Başlıca risk faktörleri, i) Dağıtım kanallarında meydana gelmesi muhtemel gecikmeler ii) İşçilik maliyetlerinin yükselmesi iii) Çelik fiyatlarının düşmesine bağlı olarak satış gelirlerinin azalması ve kârlılığı baskılaması. iv) Hammadde girdi fiyatlarının artması olarak sıralanabilir.

Kocaer Çelik

%62 Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	KOCAER TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	42,28
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	68,36
Getiri Potansiyeli	62%
Filili Dolaşım Oranı	25,79%
Piyasa değeri, milyon TL	27.802
Piyasa değeri, milyon ABD doları	821
BİST-100 Endeks Ağırlığı	0,26%
BİST Tüm Endeks Ağırlığı	0,20%
Yabancı Yatırımcı Oranı	16,34%
Emeklilik Fonları Oranı	0,29%
Yatırım Fonları Oranı	9,49%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma
Fiyat 23 Ağustos itibarıyla

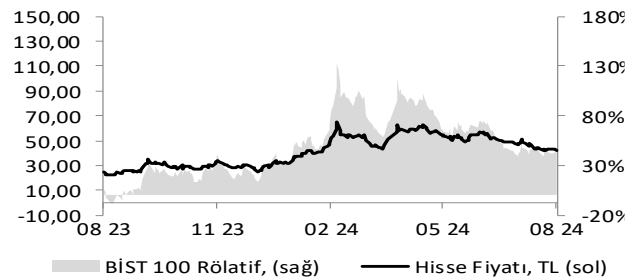
Finansallar, Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	15.091	19.675	24.964	31.628
Gelir Büyümesi	60%	30%	27%	27%
İhracat Payı	70%	74%	74%	75%
Brüt Kâr	2.965	4.329	5.492	7.116
Brüt Kâr Marjı	19,6%	22,0%	22,0%	22,5%
FAVÖK	2.229	3.489	4.539	6.035
FAVÖK Büyümesi	94%	57%	30%	33%
FAVÖK Marjı	14,8%	17,7%	18,2%	19,1%
Net Kâr	1.186	1.766	2.769	4.140
Net Kâr Büyümesi	22%	49%	57%	49%
Net Kâr Marjı	7,9%	9,0%	11,1%	13,1%
Net Borç	1.954	372	-5.475	-12.806
Net Borç/FAVÖK	0,9	0,1	-1,2	-2,1
F/K	11,9	15,7	10,0	6,7
FD/FAVÖK	7,2	8,1	4,9	2,5

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Hakan Kocaer	488	74,2%
Filili Dolaşım Oranı	170	25,8%
Toplam	658	100%

Kaynak: Finnet

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-17,2%	-22,7%	3,3%	91,5%
Rölatif	-6,9%	-12,9%	-3,1%	48,4%
İşlem Hacmi milyon \$	7,5	7,2	16,1	15,6

Kaynak: BİST, Finnet

Banu DİRİM/Araştırma Direktörü

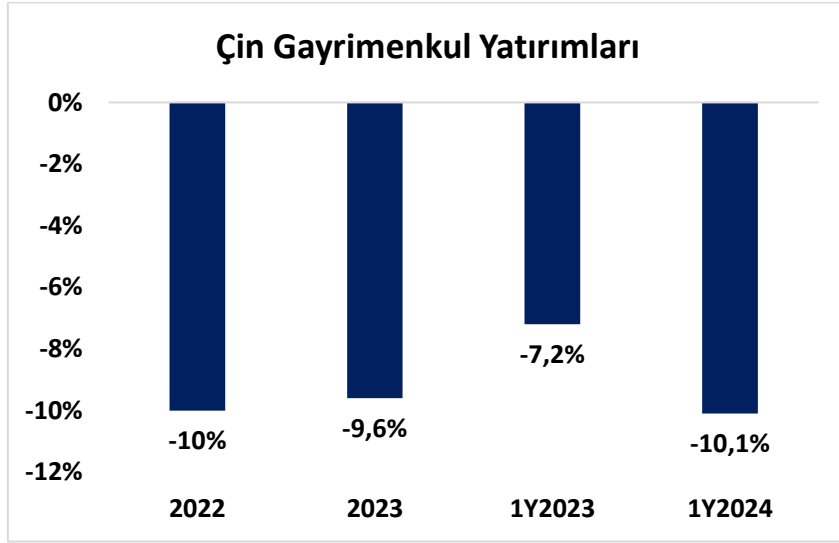
banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Nazlı Tuna AKAR/Araştırma Uzman Yardımcısı

tuna.akar@phillipcapital.com.tr

Çin Çelik Sektörüne Genel Bakış

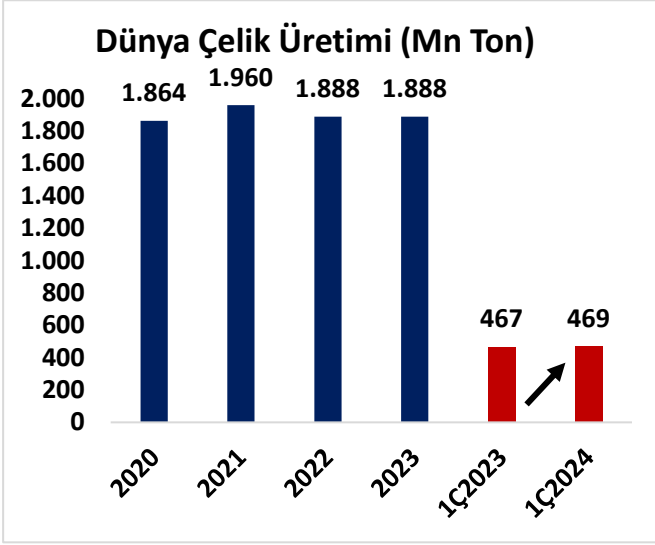
Çelik sektöründe zirvede yer alan Çin, birçok önemli oyuncunun bulunduğu global piyasada oyun kurucu bir aktör niteliğinde değerlendirilebilir. Dünya'nın en büyük çelik üreticisi ve tüketicisi konumunda olan Çin, tek başına toplam üretim hacminin %50'sinden fazlasını elinde bulundurmaktadır. Bu yüksek kapasiteye bağlı olarak Çin'in küresel çelik piyasalarını yönlendirme gücü ile çelik ve hammadde fiyatlarını etkileme yeteneğine sahip olduğunu söyleyebiliriz. Başta devlet destekli politikalar olmak üzere, yüksek kapasite, teknolojik gelişmeler ve düşük maliyetli üretimi ile dünya genelinde sektörel dinamikleri şekillendirmektedir.



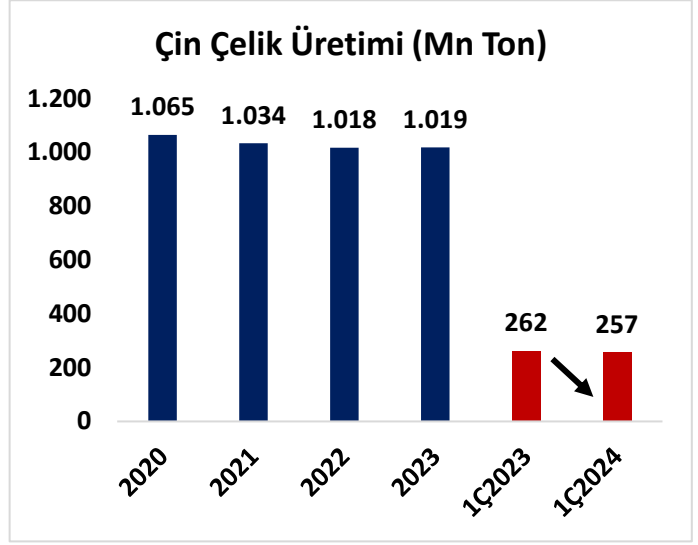
Kaynak: SteelOrbis

Çin ekonomisinde 2023 yılında görülen yavaşlamaya paralel olarak düşen çelik talebinin 2024 yılında da etkisini sürdüreceği öngörülmüyor. Daralan çelik talebinin emlak sektörüne yansımaları gayrimenkul yatırımları 1Y24'te yıllık bazda %10 daralarak azalış trendini devam ettirdi. Bu gelişme gayrimenkul sektörü ve konut piyasasındaki baskıyı daha da artırarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkiledi. Eş zamanlı olarak ülkenin en büyük 100 emlak şirketinin satışları, 2024'ün ilk dört ayında geçen yılın ilk dört ayına göre %47 oranında azalış gösterdi. Yıllık bazda konut başlangıçlarında %25'lik bir düşüş ve taban alanıyla ölçülen satışlarda %20'lik bir azalma, sektördeki daralmanın etkilerini ortaya koydu.

Çin ekonomisi 2024 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine kıyasla %5,3 büyürken ikinci çeyrekte kaydedilen %4,7 oranındaki büyüme Çin gibi büyük ve dinamik bir ekonomi için beklenenden düşük olarak değerlendirildi. Bununla beraber Çin hükümeti, sektördeki düşüşü canlandırmak adına konut satışlarındaki bazı kısıtlamaları kaldırarak ve tamamlanmayı bekleyen konut projelerini bitirerek alım garantisi sunmayı vadetmesiyle sektördeki problemin ortadan kalkacağını umut ediyor. Bu durumun 2024 yılının geri kalanında gayrimenkul sektöründe talebi yeniden canlandırmasını ve sektörün ekonomideki büyümeyle paralel ilerlemesini bekliyoruz.

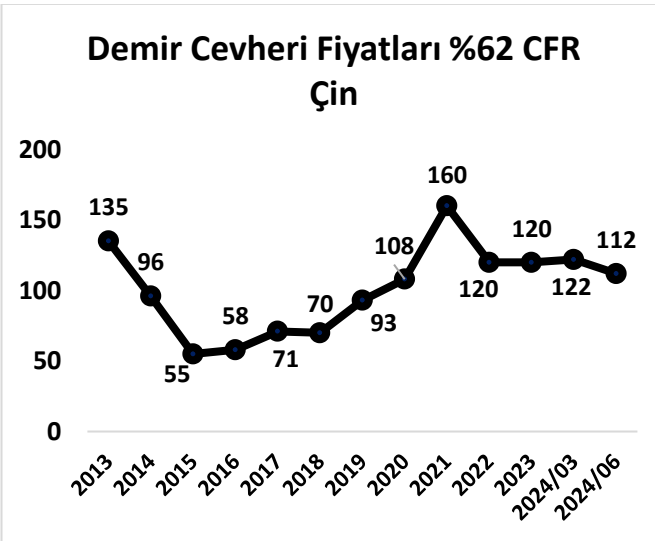


Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

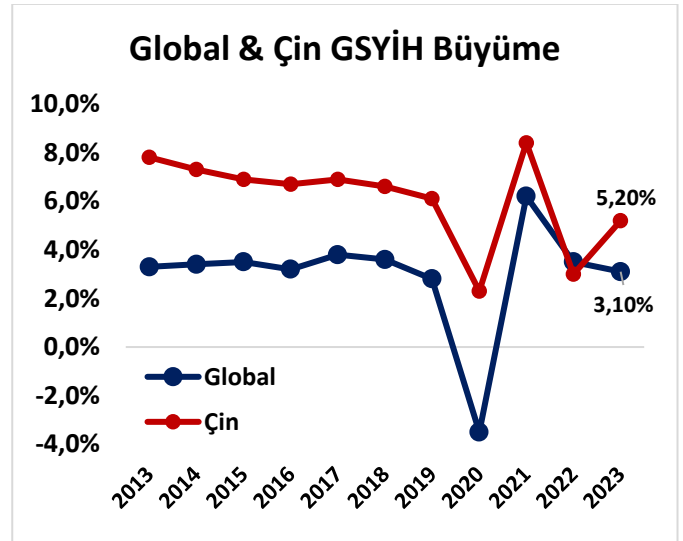


Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Çin çelik sektöründeki bu negatif görünüme rağmen devam etmekte olan küresel talep ortamı dolayısıyla, Çin'in çelik ihracatı üretim tarafındaki daralmayı sınırlamıştır. Çin'in 2023 yılındaki çelik ihracatı 90,26 milyon ton olurken 2024 yılında bu seviyeyi aşması öngörülmekle beraber çelik ihracatının tekrar 2015 yılındaki rekor seviyelere (~804 milyon ton) çıkması bekleniyor. Bunun temel sebeplerinden biri, yüksek çelik kalitesi ve düşük fiyatlamasıyla dünyadaki rekabeti zorlaştırarak küresel piyasada söz sahibi olmasıdır. Nitekim Çin'in iç pazardaki daralmaları küresel çelik pazarındaki etkisini arttırmakta ve diğer ülkelerin rekabet güçlerini artırma ihtiyacını vurgulamaktadır.



Kaynak: Investing



Kaynak: Foreks

2023 yılının ikinci yarısından itibaren demir cevheri fiyatlarında görülen ılımlı yükseliş trendi, Çin'in ekonomik büyümeyi destekleyen politikalarının olumlu etkisiyle 2024 yılının ilk aylarında da devam etti. Nitekim Çin ekonomisi, 2023 yılının ilk çeyreğinde beklenenden yüksek bir performans sergileyerek %5,3 büyüme kaydetti. İkinci çeyrekte ise büyüme oranı %4,7'ye gerileyerek beklentilerin altında kaldı.

Demir cevheri talebinin büyük bir kısmını oluşturan Çin, gayrimenkul sektöründe oluşan krizin etkisiyle birlikte 2024 yılı Ocak-Haziran dönemleri arasında yıllık bazda %6,2 artışla 610 milyon ton demir cevheri ithal etti. Bu dönemde çelik talebinde devam etmekte olan zayıf görünüm demir cevheri fiyatlarını baskılayarak aşağı yönlü bir harekete sebep oldu. Mart ayında ise demir cevheri fiyatları son 7 ayın en düşük seviyesine geriledi. Çin'in iç tüketiminde meydana gelen daralma ve gayrimenkul sektöründe süren krize rağmen majör merkez bankaların faiz indirimleri ve Çin hükümetinin krizi çözmeye yönelik teşvikleri ile yılın son çeyreğinde emtia talebinde artış görülebileceğini tahmin ediyoruz.

Bu yılın ilk çeyreğinde talepteki düşüşle birlikte çelik üretimi zayıflamıştı. İkinci çeyrekte hava koşullarının düzelmesiyle inşaat sektöründe canlanma olduğu tahmin edilirken bu durum çelik üretiminde artış beklentilerini güçlendirerek küresel çelik talebindeki daralmayı hafifletebilir ve sektörde bir toparlanma sağlayabilir.

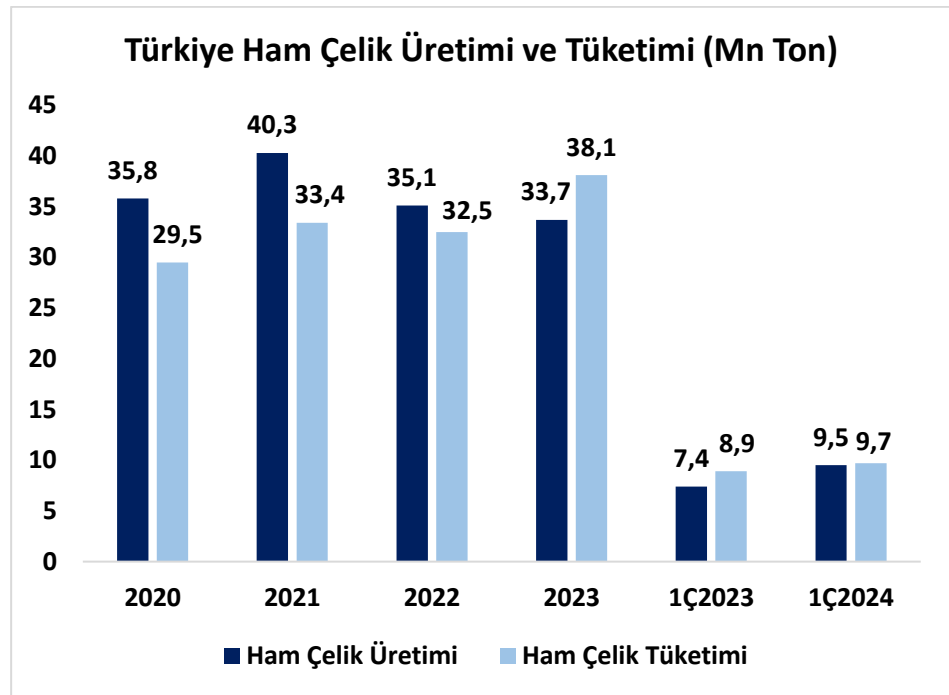
Türkiye Çelik Sektörüne Genel Bakış

2024'ün ilk çeyreğinde dünya çelik üretimindeki yıllık artışın %0,5 seviyelerinde kalmasına karşın Türkiye, düşük baz etkisiyle %28,4 oranında bir artışla 9,5 milyon ton çelik üreterek yıla hızlı bir giriş yapmıştır. Böylelikle yılın ilk üç ayında dünyanın en büyük 15 ham çelik üreticisi arasında üretimini en fazla artıran ülke olmuştur.

ÜRETİM (Milyon Ton)			
Ülkeler	1Ç2023	1Ç2024	Değişim (%)
Brezilya	8,0	8,3	3,8%
Türkiye	7,4	9,5	28,4%
Almanya	9,2	9,7	5,4%
Güney Kore	16,7	16,2	-3,0%
Rusya	18,7	18,7	0,0%
Abd	19,4	19,9	2,6%
Japonya	21,6	21,5	-0,5%
Hindistan	33,2	37,3	12,3%
Çin	264,4	257,0	-2,8%

Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Türkiye çelik üretimi Temmuz ayında yıllık bazda %4 oranında artarak 3,1 milyon tona çıkmıştır. Son aylarda azalış trendine giren nihai mamul tüketimi ise Haziran ayında yıllık bazda %13,3 oranında düşerek 2,9 milyon ton, Ocak-Haziran döneminde ise %4 azalışla 19 milyon ton seviyesine gerilemiştir. Tüketimdeki daralmanın etkisiyle ihracat teşvik edilirken, çelik ihracatındaki artış çelik ithalatındaki %13,3'lük azalmayla desteklenmiş ve toplam ithalat miktarı 8,2 milyon ton seviyesine inmiştir. Dünyanın en büyük çelik üreticileri arasında 8. sıradaki konumunu koruyan Türkiye, Ocak-Haziran ayları arasında çelik ihracatının yıllık bazda %45,1 oranında artış göstermesiyle ihracatın ithalatı karşılama oranını da yine aynı dönem içerisinde %73,6 seviyesine yükselmiştir (6A23: %47,9). İthalattaki artışı kontrol altında tutabilmek için üretimdeki artışın yüksek katma değerli ürün üretimiyle desteklenerek sürdürülebilir hale gelmesi önem taşımaktadır.



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği (ÇİB)

Bu faktörlere bağlı olarak Türkiye'nin çelik sektöründe güçlü yönleri, zayıf yönleri, fırsatları ve tehditlerini içeren SWOT ANALİZİ'ne bakalım.

GÜÇLÜ YÖNLER
<ul style="list-style-type: none">• Rekabet gücünün yüksek olması.• Katma değeri yüksek ürün üretimi.• Geniş kullanım alanı sayesinde birçok sektörde kullanılması.• Stratejik konumu gereği lojistik avantajı sağlaması.• Dünyanın önde gelen çelik üreticisi ve ihracatçısı konumunda olması.
ZAYIF YÖNLER
<ul style="list-style-type: none">• Girdi maliyetlerinin yüksek olması.• Hammadde ihtiyacında dışa bağımlılık.• Talep ve fiyat dalgalanmaları.• İşçilik maliyetlerinin yüksek olması.• Teknolojik altyapının geliştirilmesine ihtiyaç duyulması.
FIRSATLAR
<ul style="list-style-type: none">• Yenilebilir enerji kaynaklarının kullanımıyla enerji maliyetlerin düşürülmesi.• Yurt içi ve yurt dışı talebin güçlü olması.• Yüksek katma değerli ürün üretimine geçişle birlikte ihracat potansiyelinin artması.• AR-GE yatırımlarının geliştirilmesi.• Farklı pazar segmentlerine ve müşteri gruplarına göre iş modeli.
TEHDİTLER
<ul style="list-style-type: none">• Çin'in çelik sektörü üzerindeki baskısı.• Küresel çelik sektöründe güçlü oyuncuların olması.• Tekelleşmenin ortaya çıkması.• Çevre kirliliğini önleme gayretinden ötürü oluşan ek maliyetler.• Hammadde fiyatlarındaki belirsizlikler.

Demir-çelik ürünlerinin birçok sektörde kullanılması nedeniyle üretimin artması sektörlerden gelen talebe bağlı olarak değişkenlik gösterir. Yeni altyapı ihtiyaçları, ekonomik büyüme, kentsel genişleme, inşaat sektörünün faaliyetlerinin artması ve nüfus artışına bağlı olarak sektörde talebin artması muhtemeldir. Nitekim, Türkiye 2023 yılının ikinci yarısında ülkemizde yaşanan depremin etkilerinden sıyrılarak gerek kapasite artışı gerek enerji fiyatlarındaki ılımlı azalış neticesinde 2023 yılı ham çelik üretimini yalnızca %4 azalışla 33,7 milyon ton ile noktalamıştır. Türkiye demir-çelik sektöründe sürdürülebilir yeşil büyüme kapsamı altında çevre dostu üretimleri artırma hedeflerine paralel olarak, karbon emisyonlarını düşürme yatırımları hızla devam ederek sektör için pozitif görünüm sağlamaktadır. Yeni yatırımlar ve yüksek üretim teknolojilerinin rekabet gücünü artıracak fırsatı sunmasıyla 2024 yıl sonu ham çelik üretiminin 40 milyon tonu aşması beklenmektedir.

Çin'in iç talebinde yaşanan daralmaların 2024 yılında da devam edeceği beklentisiyle çelik ihracatını artırma potansiyeli dünya çelik sektörünü olduğu gibi Türkiye için de bir tehdit oluşturmaktadır. Çin'in emlak sektöründe oluşan krizin çözülmesi adına yıla iyimserlikle başlanılmasına rağmen açıklanan desteklerin beklentileri karşılamaması piyasa görünümünü negatif etkilemiştir.

Öte yandan "Sınırdan Karbon" yasasına geçişin zorunlu hale getirilmesiyle beraber ek maliyetlerin ortaya çıkması sektördeki büyümenin ilerleyişi için risk teşkil etmektedir. Dolayısıyla, Türkiye'nin yüksek katma değerli ürün üretimini artırma stratejisi, kolay finansman temini, sübvansiyonlar ve devlet destekli teşviklerle birlikte kapasite artışını teşvik ederek küresel rekabet gücü artırma potansiyeli büyüme açısından kritik bir rol oynamaktadır.

Çelik Pazarındaki Görünümün Kocaer Çelik'e Etkileri

2024 yılının başından bu yana Türkiye'de devreye giren yeni yatırımların etkisiyle çelik üretiminde ve ihracatında yaşanan artışlar önemli bir ivme kazanmıştır. Bu ivmeye bağlı olarak Kocaer'in benzersiz iş modeli ve yüksek hizmet kalitesi ile rekabet üstünlüğü finansal sonuçlarını da desteklemektedir. Kocaer Çelik, küresel çelik üretiminin Türkiye çelik sektörü üzerindeki çeşitli etkilerine rağmen, inovasyon ve ürün geliştirme, işgücü eğitimi, yerel ve küresel pazar dinamikleri ile tedarik zinciri yönetimi ve lojistik gibi faktörlere sağladığı stratejik cevaplarla 2024 yılı 1. çeyrek sonuçlarını sektör benzerlerine kıyasla güçlü açıklayarak kârlılığını yükseltme fırsatı bulmuştur. Bu süreçte dolar bazlı düşen fiyatlardan minimum seviyede etkilenmiş ve kârlılığını artırmak için önemli fırsatlar elde etmiştir. 2024 yılı dünya çelik üretimi şu an için olumlu bir görünüş sergilemezken özellikle Çin hükümetinin gayrimenkul piyasasında gerekli önlemleri alarak piyasayı yeniden canlandırmaya yönelik politikalarının başarıya ulaşma beklentisinin çelik sektörümüzü canlandırmasını bekliyoruz. Şirketin benzer üretim alanlarında üretmiş olduğu ürünlere yönelik artan talep genişleme ve istihdam yaratma potansiyelini artırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmakla beraber şirketin ulusal ve uluslararası pazardaki varlığını güçlendirmesine ve rekabet gücünü artırmasına olanak sağlamaktadır. Kocaer Çelik'in esnek yapısı ve değişimlere çabuk uyum sağlamasıyla beraber büyüme fırsatından maksimum yararlanacağını öngörerek uzun vadede pozitif etkilenmesini beklemekteyiz.

Şirketin maliyet yapısına baktığımızda kütük maliyetleri USD bazında %70 ağırlığa sahipken 2024 yılı ilk çeyrekte işçilik maliyetlerinin yükselmesine rağmen ürünlerin satış fiyatlarının USD bazlı artması sayesinde marjlarda ılımlı artış görüldü. Şirket, yılın ikinci yarısından itibaren ürün gamına eklenmesi planlanan yeni ürünler ve yapılan revizyonlarla katma değerli ürünlerin payını artırarak kârlılığı ve marjları iyileştirmeyi hedeflemektedir.

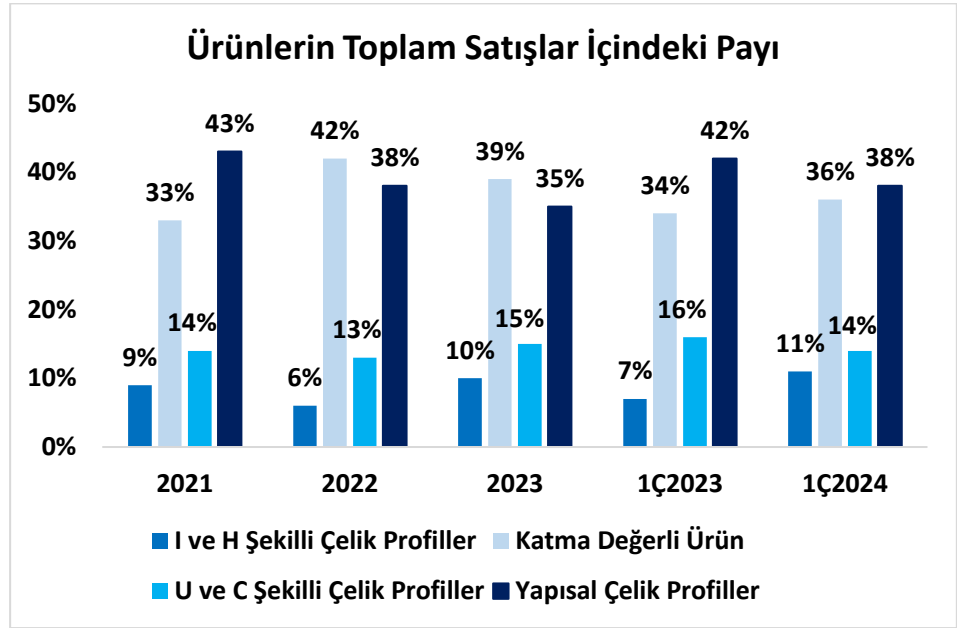
Kocaer Çelik'e Genel Bakış

Kocaer Çelik, yıllık 800 bin ton/yıl üretim kapasitesiyle son 6 yıldır Ege Bölgesi demir-çelik sektörünün ihracat şampiyonu olarak öne çıkmaktadır. Şirket genel olarak enerji, yapısal çelik, savunma sanayi, ulaşım, tünel ve madencilik gibi sektörlerle yönelik üretim yapmakta olup yüksek katma değerli ürünler üreterek dağıtım kanalları vasıtasıyla satışlarını gerçekleştirmektedir.

85 bin m²'si kapalı alan olmak üzere toplam 280 bin m²'lik üretim alanına kurulu 3 çelik profil fabrikasına sahip olan şirketin aynı zamanda 100 bin ton/yıl kapasiteli galvaniz fabrikası, 180.000 ton/yıl kapasiteli çelik servis merkezi ve 15 milyon kWh/yıl kapasiteli yenilenebilir enerji üretim tesisi bulunmaktadır. Şirket söz konusu tesislerde çeşitli cins, ebat ve boyutlarda müşteriye özel çelik profiller üretmektedir.

Küresel bazda üretimi sınırlı olan spesifik çelik profil ürünlerine yoğunlaşan Kocaer Çelik, yüksek katma değerli ürünlerin payını yükseltme hedefine paralel olarak 2024 yılı ilk çeyrek sonu itibariyle Aliğa-A1 ve Aliğa-A2 fabrikalarındaki revizyon çalışmalarını tamamlamış, projeye özel ve katma değerli ürünler üreten Kocaer Servis Merkezi'nin ise kapasitesini 120 bin tondan 180 bin tona çıkartmış, üretim süreçlerini otomasyon ve robotik ile destekleme çalışmalarına hız vermiştir. Bu yatırımlar sonrasında şirketin sektöründeki konumunu güçlendirmesi ve farklı iş modeli ile sektörden pozitif ayrışması beklenmektedir.

Kocaer Çelik'in ürünleri Yapısal Çelik Profiller, I ve H Şekilli Profiller, U ve C Şekilli Profiller ve Katma Değerli Profiller şeklinde 4 başlık etrafında toplanmıştır. 2024'ün ilk çeyreğine baktığımızda Yapısal Çelik Profiller toplam satışların %38'ini, I ve H şekilli profiller toplam satışların %11'ini, U ve C şekilli profiller toplam satışların %14'ünü ve katma değerli ürünler ise toplam satışların %36'sını oluşturmaktadır.



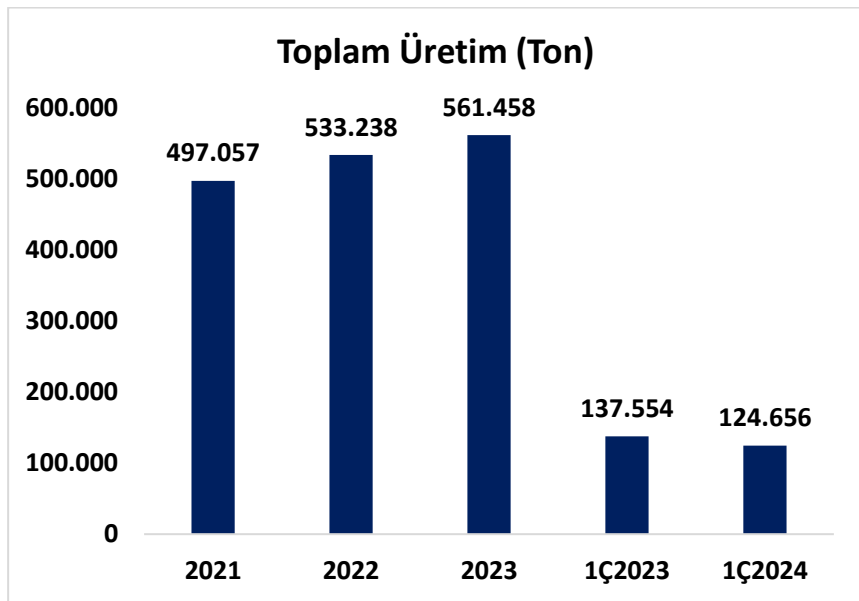
Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ağırlıklı olarak sipariş usulüyle çalışması nedeniyle minimum stok seviyesiyle faaliyet gösteren ve son müşteriye özel katma değerli ürünlere ağırlık veren şirket, esnek üretim kabiliyetinin sağladığı yüksek ürün çeşitliliği ve farklı coğrafyalardaki dağıtım ağı ile sektöründe farklı bir iş modeliyle pozitif ayrışmaktadır.

TARİHSEL DÖNGÜ



Yüksek katma değerli ürünlerin bir kısmının üretildiği Aliğa - A2 fabrikasında, 2023 Mayıs ayındaki yatırım sürecinde gerçekleşen 32 günlük planlı bakım duruşuna ve iç piyasada demir çelik sektöründe oluşan daralmaya rağmen, 2023 yılında net satış hacmi önceki yıla göre %5,3 artarak 561 bin tona yükseldi. 2024 yılının ilk çeyreğinde ise şirket yatırımın ikinci fazı olarak, Aliğa - A1 fabrikasında 66 günlük planlı üretim duruşu gerçekleştirdi ve bu duruşa rağmen yaklaşık 125 bin ton çelik profil satışı oldu. Şirket bu yatırımlar sonrasında katma değerli ürünlerin toplam satışlar içindeki payını arttırmayı planlamaktadır. Bu yatırımların katkısıyla 2023-2027 döneminde şirketin cirosunun %27, FAVÖK'ünün ise %37 yıllık bileşik büyüme oranı ile artmasını beklemekteyiz.



Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

“Kocaer Steel UK“, “Kocaer Enerji“, “Kocaer Dış Ticaret” ve “ Yağız Nakliyat Sanayii ve Tic. A.Ş.” olmak üzere 4 iştiraki bulunan şirket, 6 kıtada 140 ülkeye ihracat yapmaktadır. Sektörün AR-GE merkezine sahip olan ve Turquality programına dâhil olan ilk firması olması olumlu yönde ayrışma sağlarken Şirket 6 yıl üst üste Ege Bölgesi ihracat şampiyonu olmuştur. Toplam satışların %74’ünü yurt dışına gerçekleştiren Kocaer Çelik, ihracat performansını ilk çeyrekte de korumuştur. Lojistik ağının sunduğu kısa teslim süreleri ile sağladığı başarılı performans ve verimlilik şirketi benzerlerinden ayırarak pozitif ayrışmasına katkı sağlamaktadır. 2015 yılında Kocaer Çelik’in %90 bağlı ortaklığı olarak Birleşik Krallık’ta kurulan Kocaer Steel UK ve Kocaer Steel Ireland firmaları, toplam 20.000 m² kapalı depolama kapasitesine sahiptir. Kocaer Steel UK’nin sahip olduğu depolama alanı İngiltere’nin Galler Bölgesi’nin başkenti olan Cardiff’te olup Kocaer Steel Ireland’a ait depo ise İrlanda’nın Warrenpoint şehrinde. Şirket bu depolama tesisi sayesinde ürünlerini çok kısa terminlerle İngiltere ve İrlanda pazarında müşterilerine teslim edebilmektedir. Bu durum gecikme cezalarına maruz kalma riskini bertaraf ederken şirketin kârlılığını arttırmakta ve rekabet avantajı sağlamaktadır.

Enerji Yatırımlarına Genel Bakış

Şirket 2022 yılında 418 milyon TL düzeyinde olan yatırım harcamasını 2023 yılında 438 milyon TL’ye çıkarmıştır. Yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranı ise %2,8’dir. Kocaer Çelik’in yeni iştiraki Kocaer Enerji’nin kurulmasıyla birlikte, Ege Bölgesi’nde 9,2 MW kurulu güce sahip çatı Güneş Enerji Santrali (GES) ile elektrik ihtiyacının %33’ünü kendi ürettiği temiz enerjiden karşılamaktadır. Ayrıca sürdürülebilirlik çalışmaları kapsamında stratejik büyüme hedefi açısından yenilebilir enerji yatırımlarını genişleten şirket, Aydın Kuyucak’ta devralınan Jeotermal Kaynaklar ve Doğal Mineralli Su sahası üzerinde 24 MW kapasiteli Jeotermal Enerji Santrali (JES) için sondaj çalışmalarına son hızla devam etmektedir.

Enerjinin şirketin toplam maliyetleri içerisindeki payı %7-8 civarında olup JES yatırımının tamamlanmasıyla beraber şirket elektrik ihtiyacının tamamını kendi ürettiği yenilebilir enerjinin %20’si kadarıyla karşılamayı planlamaktadır. Geri kalan elektriğin satılması planlanmakta olup YEKDEM’in jeotermal enerji santrali projeleri için en iyi fiyatlandırma ve 15 yıllık alım garantisi sunması dolayısıyla marjlar ve kârlılık üzerinde anlamlı katkı sağlaması beklenmektedir.

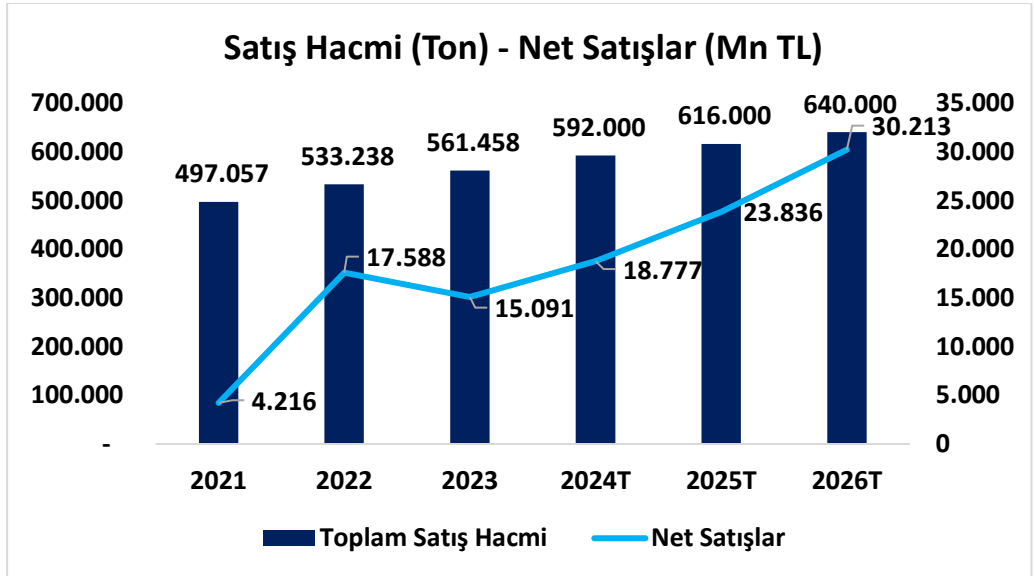
Yatırımın ilk fazında 24 MW kapasite ile yıllık 19-20 milyon dolar FAVÖK sağlanacağını öngörüyoruz. Yatırım yapılacak sahanın büyüklüğü dikkate alındığında gelecek dönemde söz konusu santral yatırımının genişletilerek katkının artırılabilceğini tahmin ediyoruz.

FINANSALLARA BAKIŞ

Net finansal borç/FAVÖK oranı, 2023 sonunda 0,76x iken 2024'ün ilk çeyreğinde 0,49x seviyesine geriledi. Bu değişim, şirketin finansal risklerini büyük ölçüde azalttığını ve maliyet yönetiminde sağlanan başarıyı gösteriyor. İkinci çeyrekte de borçluluğun benzer seviyede kalmasını bekliyoruz.

2024 yılının ilk üç ayında küresel çelik piyasasında dolar bazında zayıf seyreden fiyatlar, Kocaer Çelik ürünlerinin satış fiyatlarının gerilemesine ve dolayısıyla geçen yılın aynı dönemine göre satış gelirlerinin %12 oranında azalmasına neden oldu. Ancak aynı dönemde dolar cinsinden hammadde fiyatları da gerilediğinden, brüt kâr bazında iyileşme görüldü. Buna rağmen finansman giderlerindeki artış ve enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisine bağlı olarak net kâr 96 milyon TL ile geçen yılın aynı dönemine yakın seviyelerde açıklandı.

Dünya çelik piyasasındaki kötümser tablo ve fiyatlardaki dalgalanmadan ötürü ilk çeyrekteki satış hacmi bir önceki döneme göre %9 oranında düşerek 125 bin ton düzeyinde gerçekleşti. Bu düşüşü Aliğa – A1 Fabrikası'ndaki yatırım sürecinde 5 Ocak – 11 Mart tarihleri arasında gerçekleşen 66 günlük planlı üretim duruşuna bağlıyor ve çeyreklik bazda geçici bir duruş olarak değerlendiriyoruz.



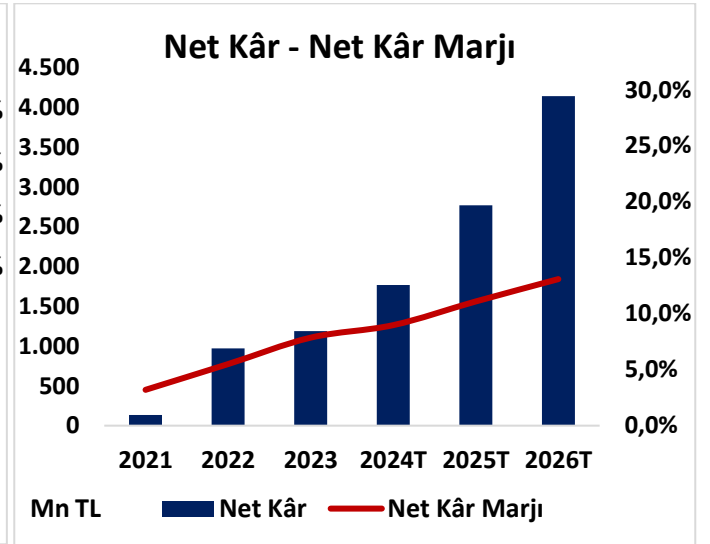
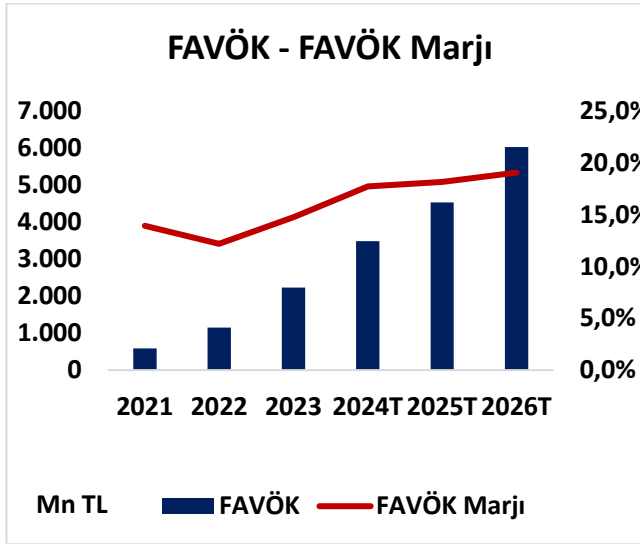
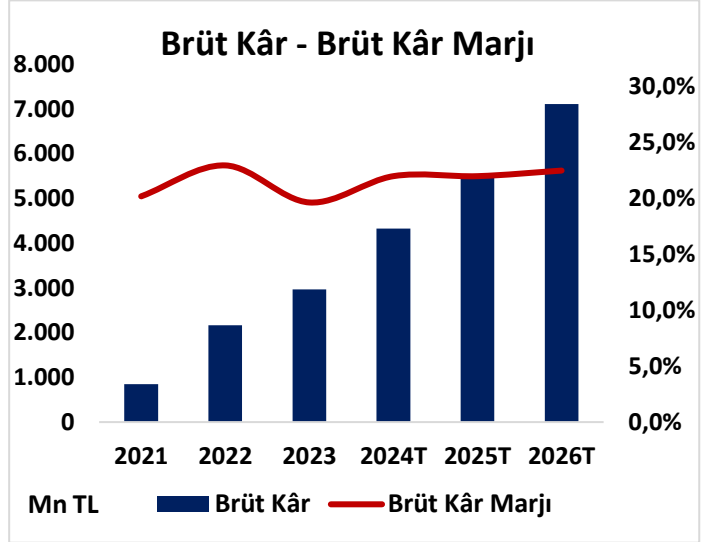
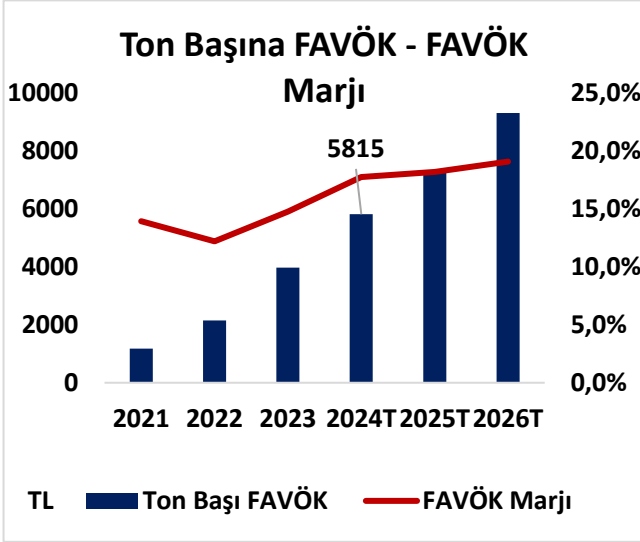
Kaynak: Şirket verileri, PhillipCapital Araştırma

**FAVÖK marjı 2024 ilk çeyrekte yıllık 4,4 yüzde puan iyileşme ile %12,6'ya çıktı. Bu artış, şirketin operasyonel verimliliğini artırdığını ve maliyetleri daha iyi kontrol ettiğini gösteriyor.*

2023 yılı boyunca devam eden demir çelik fiyat dalgalanmaları, 2024'ün ilk çeyreğinde de devam etti. Ancak Kocaer Çelik etkin finans ve efektif maliyet yönetimi ile brüt kârını yılın ilk çeyreğinde %27 oranında artırarak 702 milyon TL'ye çıkardı. FAVÖK ise yine ilk çeyrekte yıllık %36 artışla 489 milyon TL olarak gerçekleşti, FAVÖK marjı yıllık bazda 4,4 yüzde puan iyileşme ile %12,6 seviyesine yükseldi. Diğer taraftan kredi faiz oranlarındaki artış ve kur değişimi finansman giderlerini geçen döneme göre %8,6 arttırarak net kârı baskıladı.

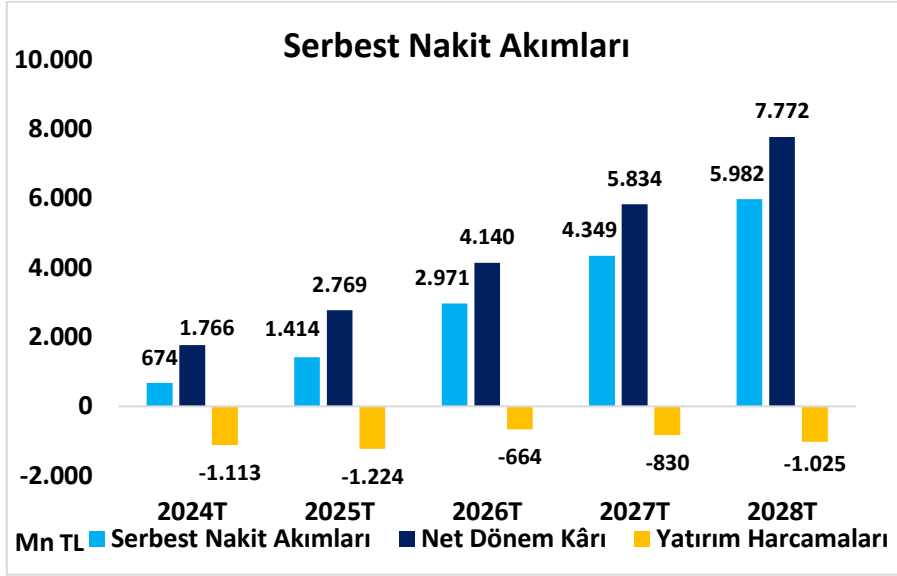
Artan yatırım harcamalarına rağmen Kocaer Çelik, güçlü mali yapısı ile borçluluk durumunu denge altında tuttu, net borcunu ise 2023 yıl sonuna kıyasla %40 oranında eriterek 1,17 milyar TL seviyelerine düşürdü. Buna bağlı olarak net finansal borçların FAVÖK'e oranı yatırım harcamalarının artışına rağmen ilk çeyrekte 0,49x seviyelerine kadar geriledi (2023-sonu: 0,76x). Bu durum şirketin borç ödeme gücünün kuvvetli olduğunu ve olası finansal krizlere karşı hazırlıklı olduğunu göstermektedir. Geçmiş dönem finansal performansına baktığımızda, şirketin sürdürülebilir büyüme yolunda önemli ilerlemeler kaydettiğini ve ilerleyen dönemler için daha olumlu potansiyel sunduğunu söyleyebiliriz.

Net ihracatçı olarak avantajlı bir kredi yapısına sahip olan Kocaer Çelik, hem TL hem de USD bazında diğer firmalara kıyasla daha düşük faiz oranlarıyla borçlanma imkanı elde etmektedir. Bu durum Kocaer Çelik'in yatırımlarını genişletmesini ve piyasa fırsatlarını değerlendirmesini kolaylaştırmakla beraber finansal maliyetlerini azaltarak kârlılığını destekleyebilir ve uzun vadeli stratejik hedeflerine ulaşmada daha esnek bir yaklaşım sağlayabilir.



Kaynak: Şirket verileri, PhillipCapital Araştırma

Aşağıda TL bazlı Serbest Nakit Akımları tablosunu bulabilirsiniz. Artan yatırım harcamalarının ilerleyen dönemlerde net kâr ve nakit akışını artırması bekliyoruz. Bu durumun, yapılan yatırımlarla şirketin kârlılığını ve likiditesini güçlendireceğini öngörüyoruz.



Kaynak: Şirket verileri, PhillipCapital Araştırma

Değerleme

Kocaer Çelik'i demir çelik sektöründeki farklı iş modeli ve yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle beğeniyor, Endeks Üzeri Getiri ve hisse başına 68,36 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Katma değerli ürünlerin toplam ürün gamı içindeki payının artmasına paralel olarak tahminlerimize göre FAVÖK marjının kademeli olarak 2027 yılı itibariyle %22'ye yükselmesini bekliyoruz. 2023 yılı itibariyle 3970 TL olan ton başına FAVÖK rakamının revizyon yatırımlarının tamamlanmasının ardından verimlilikte yaşanan artışla birlikte 2024 yılında 5800 TL civarına yükselmesini öngörüyoruz. Değerlememize Suudi Arabistan ve ABD yatırım planlarının herhangi bir etkisini dahil etmediğimizi ve bu yatırımların yukarı potansiyeli artırabileceğini belirtelim.

Kocaer Çelik'in jeotermal enerji yatırımı (ilk faz için 24MW) nedeniyle 2026 yılına kadar 48 milyon dolar tutarında ek bir yatırım harcaması yapacağını varsayıyoruz. Şirketin toplam maliyetleri içinde enerji giderlerinin payı %7-8 civarındadır. JES yatırımının tamamlanmasıyla elektrik ihtiyacını kendi ürettiği yenilenebilir enerjinin %20'si ile karşılamayı hedeflediğinden, 2027 yılı için brüt kâr marjını %26,2 olarak öngördük. Yatırım yapılacak sahanın büyüklüğü ve yüksek enerji potansiyeli dikkate alındığında gelecek dönemde söz konusu santral yatırımının genişletilerek katkının artırılabilirliğini tahmin ediyoruz.

2024-2032 yıllarını kapsayan İNA değerlememizde; risksiz getiri oranını ilk iki yıl %30, sonraki iki yıl %25 ve sonraki yıllarda %20 şeklinde değişken olarak belirledik. Piyasa risk primini %5, şirket betasını 0,80, sonsuz büyüme oranını ise %6 olarak kullandık. Buna bağlı olarak indirgeme faktörü hesaplamasında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 9 yıllık dönemde 28,8% - 21,6% aralığında oluştu. İNA sonucunda KCAER için 45 milyar TL piyasa değeri hedefine ulaştık.

Sonuç olarak KCAER için 12-aylık hedef fiyatımız 68,36 TL seviyesinde olup %62 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	19.675	24.964	31.628	40.884	50.312	61.526	75.268	91.583	111.468
<i>Büyüme, (%)</i>	<i>30,4%</i>	<i>26,9%</i>	<i>26,7%</i>	<i>25,0%</i>	<i>23,5%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,0%</i>
FVÖK	3.120	4.236	5.815	8.992	11.666	14.939	19.102	23.333	28.488
<i>FVÖK Marjı, (%)</i>	<i>15,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,4%</i>	<i>22,0%</i>	<i>23,2%</i>	<i>24,3%</i>	<i>25,4%</i>	<i>25,5%</i>	<i>25,6%</i>
FAVÖK	3.489	4.539	6.035	9.083	11.680	14.870	18.937	23.059	28.090
<i>FAVÖK Marjı, (%)</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,2%</i>	<i>19,1%</i>	<i>22,2%</i>	<i>23,2%</i>	<i>24,2%</i>	<i>25,2%</i>	<i>25,2%</i>	<i>25,2%</i>
(-) NİS Değişimi	-922	-842	-946	-1.656	-1.756	-2.457	-2.627	-3.194	-3.897
(-) Vergi	-780	-1.059	-1.454	-2.248	-2.916	-3.735	-4.776	-5.833	-7.122
(-) Yatırım Harcamaları	-1.113	-1.224	-664	-830	-1.025	-1.258	-1.544	-1.839	-2.189
Serbest Nakit Akımları	674	1.414	2.971	4.349	5.982	7.420	9.991	12.192	14.882
İskonto Faktörü	0,92	0,71	0,57	0,45	0,37	0,31	0,25	0,21	0,17
İndirgenmiş Nakit Akımları	617	1.005	1.686	1.972	2.231	2.277	2.522	2.532	2.543

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Sermaye Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Borç Ağırlığı	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%
Özkaynak Ağırlığı	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%
Beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Özkaynak Maliyeti	34,00%	34,00%	29,00%	29,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
AOSM	28,8%	28,8%	25,2%	25,2%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%

İNA Bugünkü Değer	17.386
Sonsuz Büyüme Oranı	6%
Terminal/Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	17.328
Firma Değeri	34.714
(-) Net Borç	1.166
Adil Değer	33.548
12 Aylık Hedef PD (mn TL)	44.954
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	68,36
Cari Fiyat (TL)	42,28
Getiri Potansiyeli (%)	62%

Finansal Veriler

Milyon TL	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro	9.418	15.091	19.675	24.964	31.628
Ciro Büyümesi	123,4%	60,2%	30,4%	26,9%	26,7%
İhracatın Cirodaki Payı	76%	70%	74%	74%	75%
Brüt Kâr	2.163	2.965	4.329	5.492	7.116
Brüt Kâr Marjı	23%	20%	22%	22%	23%
Faaliyet Giderleri	1.219	957	1.209	1.256	1.301
Faaliyet Giderleri Büyümesi	286,4%	-21,5%	26,3%	3,9%	3,6%
Faaliyet Giderleri / Ciro	11%	5%	4%	4%	3%
Amortisman	205	221	369	304	220
FAVÖK	1.149	2.229	3.489	4.539	6.035
FAVÖK Büyümesi	95,7%	94,0%	56,5%	30,1%	32,9%
FAVÖK Marjı	12,2%	14,8%	17,7%	18,2%	19,1%
Diğer Gelir/Giderler	148	434	583	645	777
Vergi Öncesi Kâr	-28	1.363	2.030	3.183	4.758
Vergi Gideri	-56	177	264	413	618
Net Kâr	970	1.186	1.766	2.769	4.140
Net Kâr Büyümesi	616,6%	22,2%	49,0%	56,8%	49,5%
Net Kâr Marjı	10%	8%	9%	11%	13%
Özkaynaklar	5.586	8.148	9.497	11.914	15.500
Net Borç	1.697	1.954	372	-5.475	-12.806
Net Borç / FAVÖK	1,5	0,9	0,1	-1,2	-2,1
Brüt Borç	3.250	3.513	3.513	1.572	-1.387
Net İşletme Sermayesi	2.906	3.314	4.236	5.078	6.024
Net İşletme Sermayesi / Gelirler	31%	22%	22%	20%	19%
F/K	9,2	11,9	15,7	10,0	6,7
FD/FAVÖK	9,3	7,2	8,1	4,9	2,5
PD/DD	1,6	1,7	2,9	2,3	1,8
Özkaynak Kârlılığı	30%	17%	20%	26%	30%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Research

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu 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.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporla yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”