

Güçlü temel ve potansiyel büyüme fiyatlandı

29 Şubat 2024

Düşüş döngüsüne rağmen güçlü satış hacmi büyümesi devam ediyor: Kocaer Çelik, 3Ç23'te ton başı FAVÖK'ünü 150 USD'den 155 USD'ye yükseltirken, bir önceki çeyreğe kıyasla satış gelirlerini %41 arttırmıştır. Şirket, önceden sağladığı yönlendirmelerle de uyumlu olarak, katma değerli ürünlerin payını artırarak geçen çeyreğe göre %67 daha fazla katma değerli ürün satışı kaydetmiştir (2Ç23: 43,9 bin ton, 3Ç23: 73,5 bin ton). Üçüncü çeyrek sonuçlarının ardından birçok yeni sipariş almış ve 2023 üçüncü çeyrek satışlarının yaklaşık %65'ine tekabül eden toplam 90 milyon ABD Doları tutarında yeni sipariş açıklamıştır.

Tahminlerimizdeki ve model varsayımlarımızdaki değişiklikler: Artan marjlar, yükselen katma değerli ürün payı ve satış tonajında artışa yönelik olumlu tahminlerimiz devam ederken, 2023 yılının üçüncü çeyreği Kocaer Çelik'in rakiplerinden pozitif ayrıştığı bir çeyrek olmuştur. A2 fabrikasında daha fazla katma değerli ürün üretmeye yönelik yapılan renovasyon çalışmaları sonrası ürün karmasının daha da karlı olacağını ve önümüzdeki süreçte enerji, hammadde ve iş gücü maliyetlerinin daha az oynak olacağını, bu sebeple de şirketin defansif yapısını güçlendireceğini düşünüyoruz. Talepte toparlanma ve daha olumlu sektör görünümü beklentilerimize uygun olarak 2024 yılı için satış hacminde %12'lik büyüme, FAVÖK'de ise ABD Doları cinsinden %28 büyüme öngörüyoruz. Aynı zamanda Şirket'in 2022 satışlarının %20'sini oluşturan Orta Doğu-Kuzey Afrika bölgesine yapılan satışların da artacağını ve katma değerli ürün talebi yüksek olan bu coğrafyanın karlılığa pozitif etki edeceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda ton başı FAVÖK beklentimizi 2024 için 160 USD'den 170 USD'ye çıkarıyoruz. 2024 ton başı FAVÖK beklentimiz katma değerli ürünlerin payındaki 700bp'lık artış için ton başı 20 USD FAVÖK katkısı hesaplamamızı baz almaktadır (2023T: %41.7, 2024T: %48.7). Net işletme sermayesinin satışlara oranının uzun vadede %25 civarında sabitleneceğini ve 2028'de Borç/Özkaynak oranının %13 civarında olmasını bekliyoruz (jeotermal enerji yatırımlarının finansmanı dahildir). Modelimizin kapasite artışı beklentisi içermediği ve bilançonun düşük kaldıraçlı yapısı düşünüldüğünde, kapasite artışları ve ek finansman değerlememiz için yukarı yönlü risk sağlamaktadır.

Yenilenebilir enerji yatırımları ve yeşil çelik: Beklentilerimize göre, Kocaer Enerji, şirketin cirosuna yıllık yaklaşık 10 mn USD katkıda bulunabilir. Ayrıca yatırımın brüt kar marjına 200 bp'lık ve 20 USD ton başı FAVÖK katkısı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Kocaer Çelik ayrıca, firmayı ESG uygulamaları açısından küresel emsalleriyle uyumlu bir şekilde konumlandırarak piyasaya karbon kredileri sunmayı hedeflemektedir. Şirket, jeotermal enerji yatırımının ardından 80,5 bin ton CO2'ye eşdeğer sera gazı emisyonunu önleyecek karbon kredisi vermeyi planlamaktadır. Aydın Güneş Enerji Santrali ile yılda 22,7 bin ton CO2'ye eşdeğer karbon kredisi yaratılacağı hesaplanmaktadır.

Kocaer Çelik için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye çevirirken, hedef fiyatımızı %10 artışla 68,18TL/hisseye yükseltiyoruz: İyi çeşitlendirilmiş, yüksek talep gören coğrafyalardaki satış hacmi büyümesine, ihracata yönelik kârlı ürün karmasına ve ekonomik yavaşlamaya karşı defansif sektörlerden gelen talebe dayanarak hedef fiyatımızı 68,18TL olarak güncelliyoruz. Kocaer Çelik'i, düşük kaldıraçlı bilançosu ve cazip büyüme beklentileri ile sektörün canlanması ihtimaline yatırım yapmak isteyenler için güvenli bir seçenek olarak görüyoruz. Varsayımlarımıza göre, hisse senedi sırasıyla 9,3x ve 6,0x 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Ocak ayının sonundan itibaren hisse değerinin iki kat artarak hedef fiyatımıza gelmesi sebebiyle önerimizi Endekse Paralel Getiri olarak değiştiriyoruz.

milyon TL	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.782	1.966	4.216	9.418	13.552	21.939	29.437
FAVÖK	121	229	587	1.579	2.213	4.153	5.945
Net Kar	-23	81	133	751	1.539	2.294	3.822
Brüt Kar Marjı	11,1%	16,0%	20,2%	23,0%	20,5%	23,1%	24,3%
FAVÖK Marjı	6,8%	11,6%	13,9%	16,8%	16,3%	18,9%	20,2%
Net Kar Marjı	-1,3%	4,1%	3,1%	8,0%	11,4%	10,5%	13,0%
F/K (x)	n.a	n.a	n.a	11,9	26,5	17,8	10,7
PD/DD (x)	n.a	n.a	n.a	2,7	9,5	6,6	4,4
FD/FAVÖK (x)	n.a	n.a	n.a	6,3	19,2	10,5	7,2
FD/Satışlar (x)	n.a	n.a	n.a	1,1	3,1	2,0	1,5
Özsermaye Karlılığı	-17,7%	31,5%	14,3%	22,9%	35,7%	37,1%	41,2%
Temettü Verimi	n.a	n.a	n.a	1,7%	2,2%	1,1%	1,9%

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

Şirket Raporu	
Hisse Bilgileri	
Sektör	DEMİR, ÇELİK TEMEL
Bloomberg / Reuters Kodu	KCAER.TI / KCAER.IS
Fiyat (TL/hisse)	62,00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	68,18
Potansiyel Getiri	10%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	12,57-65,05
Piyasa Değeri (milyon TL)	40.769
Firma Değeri (milyon TL)	42.302
Fili Dolayım PD (milyon TL)	8.525
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	658
Dolaşımdaki Paylar	%21
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%16,3
3 Ay Önce	%12,3

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	29.953	21.141	13.489	10.766
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	1.744.546	1.015.574	548.586	315.418
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	47,98-65,05	38,10-65,05	25,00-65,05	12,57-65,05

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%65	%99	%180	%243
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%52	%78	%145	%98

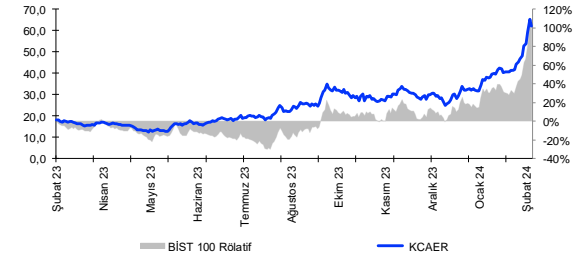
Ortaklık Yapısı	
Hakan Kocaer	79,09%
Serbest Dolayım	20,91%

Şirket Özeti

Kocaer Çelik Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi, demir çelik ürünlerinin Türkiye'de ve uluslararası alanda geliştirilmesi, üretimi, satışı, dağıtım ve nakliyesi ile uğraşmaktadır. Madencilik ve tünel açma profilleri sunar; HEA/HEB, IPE, IPN ve geniş flanş kirişleri; ve eşit açılı, düz, tırtıklı düz, yuvarlak, kare ve T çubuklarının yanı sıra kanal profilleri ve pencere bölümleri. Şirket 1984 yılında kurulmuştur ve merkezi İstanbul, Türkiye'dedir.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 28/02/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Doğu Kurnaz

Uzman Yardımcısı

dogu.kurnaz@gedik.com

+90 216 453 00 00

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

mehmet.mumcu@gedik.com

+90 216 453 00 00

(TL mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Hasılat	4.216	9.418	13.552	21.939	29.437	36.670	43.549	49.970	56.617	63.132
<i>Büyüme (%)</i>	<i>114,5%</i>	<i>123,4%</i>	<i>43,9%</i>	<i>61,9%</i>	<i>34,2%</i>	<i>24,6%</i>	<i>18,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>13,3%</i>	<i>11,5%</i>
FAVÖK	587	1.579	2.213	4.153	5.945	8.700	10.300	11.629	12.963	14.341
<i>Marj (%)</i>	<i>13,9%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,3%</i>	<i>22,9%</i>	<i>22,7%</i>
FVÖK	536	1.512	2.092	3.972	5.717	8.437	10.002	11.302	12.596	13.937
Kaldıraçsız Vergiler	107	333	523	794	1.143	1.687	2.000	2.260	2.519	2.787
<i>Teorik Etketif Vergi Oranı (%)</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	<i>25%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
VSNİK	429	1.179	1.569	3.177	4.573	6.750	8.001	9.041	10.077	11.150
<i>VSNİK Marjı</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>16%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>
Yatırım Harcamaları	141	404	440	1.603	2.061	1.191	1.414	1.623	1.839	2.051
Amortisman	51	67	121	181	228	263	299	327	366	404
Net İşletme Sermayesi Değişimi	392	1.273	2.150	1.951	1.325	1.695	1.711	1.613	1.674	1.633
Teorik Serbest Nakit Akımı	-53	-430	-225	-196	1.416	4.127	5.175	6.132	6.931	7.870
Borç/Özsermaye	65%	38%	35%	35%	30%	35%	17%	13%	11%	9%
Etketif Vergi Oranı			25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Rikssiz Faiz Oranı			42,5%	37,5%	20,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Risk Primi			7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Özkaynak Maliyeti			49,5%	44,5%	27,0%	19,0%	17,0%	17,0%	17,0%	16,0%
Borçlanma Maliyeti			19,6%	41,3%	24,0%	15,0%	12,5%	12,5%	12,5%	11,3%
AOSM			37,3%	40,5%	24,6%	16,6%	15,8%	16,1%	16,3%	15,4%
İskonto Faktörü		0%	100%	71%	57%	49%	42%	36%	31%	27%
Net Bugünkü Değer			-112	-139	809	2.023	2.189	2.235	2.173	2.138

SNA'nın Net Bugünkü Değeri (TL mn)	15.339
Sonsuz Büyüme Oranı	8,0%
Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri (mnTL)	31.044
Operasyonların Net Bugünkü Değeri (mnTL)	46.383
Net Borç (mnTL) (Haz23)	1.533
Azınlık Payları (mnTL)	19
İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri (TL mn)	44.832
Piyasa Değeri (mnTL)	40.769
Hisse Başı Adil Değer (TL)	68,18
Hisse Fiyatı (TL)	62,00
Potansiyel Getiri	10%

Gelir Tablosu (milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	4.216	9.418	13.552	21.939	29.437
Satışların Maliyeti	-3.365	-7.256	-10.779	-16.880	-22.275
Brüt Kar	852	2.163	2.773	5.059	7.161
Faaliyet Giderleri	-315	-651	-740	-1.224	-1.646
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	426	-108	610	658	442
Faaliyet Gelirleri	962	1.404	2.643	4.493	5.957
FAVÖK	587	1.579	2.213	4.153	5.945
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	29	217	153	286	223
Finansal Gelir, net	-810	-808	-944	-2.224	-1.641
Vergi Gideri	-45	-57	-518	-579	-965
Net Kar	135	756	1.554	2.317	3.860
Azınlık Payları	3	5	15	23	38
Net Kar	133	751	1.539	2.294	3.822
Pay Başına Kazanç	1	1	2	3	6
Pay Başına Temettü	0	0	0	1	1

Büyüme Oranları	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satış	114,5%	123,4%	43,9%	61,9%	34,2%
FAVÖK	156,6%	168,9%	40,1%	87,6%	43,2%
Net Kar	62,9%	466,6%	104,8%	49,1%	66,6%

Kaynaklar: Şirket finansal verileri, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	24	12	310	947	678	582	1.907
Ticari Alacaklar	188	219	522	1.292	2.785	4.207	5.242
Stoklar	282	270	626	1.545	2.395	3.517	4.331
Maddi Duran Varlıklar	492	641	1.139	2.717	3.036	4.458	6.291
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	80	76	17	7	11	16	21
Diğer Varlıklar	173	220	847	793	1.314	2.059	2.634
Toplam Varlıklar	1.240	1.438	3.461	7.301	10.218	14.839	20.426
Finansal Borçlar	815	863	1.759	2.010	2.312	3.332	4.029
Ticari Borçlar	160	171	438	854	1.048	1.641	2.166
Diğer Yükümlülükler	134	145	331	1.151	1.411	2.547	3.813
Özkaynaklar	132	258	929	3.276	4.309	6.181	9.281
Net Borç / (Nakit)	791	851	1.449	1.062	1.634	2.750	2.122

Finansal Göstergeler	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özsermaye Karlılığı	-17,7%	31,5%	14,3%	22,9%	35,7%	37,1%	41,2%
FAVÖK Marjı	6,8%	11,6%	13,9%	16,8%	16,3%	18,9%	20,2%
Net Kar Marjı	-1,3%	4,1%	3,1%	8,0%	11,4%	10,5%	13,0%
Net Borç / Özsermaye (x)	6,0	3,3	1,6	0,3	0,4	0,4	0,2
Net Borç / FAVÖK (x)	6,5	3,7	2,5	0,7	0,7	0,7	0,4
KV Borçlar / Toplam Borçlar	57,2%	53,5%	78,3%	82,5%	88,3%	76,8%	65,0%
Sermaye / Toplam Varlıklar	10,6%	18,0%	26,8%	44,9%	42,2%	41,7%	45,4%
Cari Oran (x)	0,8	0,8	1,0	1,2	1,5	1,5	1,6
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	20%	20%	20%	20%

Kaynaklar: Şirket finansal verileri, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.