

## 'V' tipi toparlanma

- ✓ **Açıklanan makroekonomik veriler, ilk toparlanma hareketinin 'V tipi' olabileceğine işaret ediyor.** Aralık 2019'da ortaya çıkan ve sonrasında tüm dünyada etkili olan koronavirüs salgını ekonomiler üzerinde büyük bir tahribata neden oldu. Küresel anlamda sanayi üretimi ve ticaret aktivitesi durma noktasına gelirken, PMI ve tüketici güveni gibi öncü göstergeler dünya genelinde tarihi düşük seviyelere geriledi. Yavaşlayan küresel ekonomik aktivite nedeniyle de tüm emtialar baskı altında kalırken, küresel çelik fiyatları yılbaşından küresel ekonominin dip seviyeyi gördüğü Nisan ayına kadar ortalama %15-20 geriledi. Ancak tüm dünyada son açıklanan makroekonomik veriler, Nisan-Mayıs döneminde ekonomilerde dip seviyelerin görüldüğü, karantina uygulamalarının esnetilmesi ve normalleşme adımları eşliğinde toparlanmanın başladığı ve ilk toparlanma hareketinin de 'U' ya da 'L'den ziyade "V" tipine yakın olduğuna işaret ediyor. Virüsün çıkış noktası ve dünyanın en büyük çelik tüketicisi olan Çin'de sanayi üretimi ve yatırımlar toparlanma kaydederken, imalat PMI yaklaşık son iki yılın zirvesine ulaştı. Benzer toparlanma eğilimini dünyanın diğer büyük ekonomileri olan ABD, Almanya ve Avrupa'nın diğer ülkelerinde de görüyoruz. Bunlarla birlikte, küresel toparlanma hareketinde para ve maliye politikalarının da büyük payının olduğunu söylemekte yarar var. Gelişmiş ülkelerde faiz oranları tarihi düşük seviyelere gerilerken, merkez bankalarının bilanço büyüklükleri tarihi yüksek seviyelere ulaşmış durumda. Fed, 2020 yılı içerisinde 150 baz puanlık faiz indirimine giderken, birçok yeni varlık alım programı devreye aldı. Fed, 2019 yıl sonuna göre bilançosunu 2.917 milyar dolar, başka bir deyişle %70 büyütürken, Avrupa Merkez Bankası da benzer şekilde 1.756 milyar dolarlık (yılsonuna göre %33 artış) net varlık alımı gerçekleştirdi. Küresel ekonomilerde gözlenen ve beklenenden güçlü gerçekleşen toparlanma eğilimi beraberinde de çelik fiyatları Nisan sonunda bu yana %10 yükseldi. Aynı dönemde ham madde fiyatlarındaki yükseliş ise %2 ile daha ılımlı seviyede bulunuyor. Emtia fiyatlarındaki dipten dönüş eğiliminin devam etmesinin, Araştırma kapsamımızda bulunan çelik üreticileri için operasyonel karlılık anlamında yıllık bazda zayıf açıklanması beklenen ikinci çeyreğin ardından gelecek dönemler açısından destekleyici olacağını tahmin ediyoruz.
- ✓ **Düşük faiz ortamı eşliğinde yurt içinde toparlanma beklenenden güçlü geliyor.** Türkiye ekonomisi, 2020 yılına güçlü bir başlangıç yaptı. İçeride iyileşen güven ortamı, TL'de istikarlı seyir ve düşen faiz ortamı eşliğinde konut ve otomotiv sektörlerinde güçlü büyümeler görülürken, sanayi üretiminde de %10'luk yıllık büyüme performansı yakalandı. Böylece Türkiye ekonomisi, yılın ilk çeyreğini %4,5'lik güçlü yıllık büyüme performansı ile tamamladı. Ancak Mart ayında görülen ilk koronavirüs vakası ve ardından Nisan-Mayıs döneminde uygulamaya alınan karantina önlemleri, üretim, tüketim, yatırım ve ticaret aktivitelerinin yavaşlamasına neden oldu. İhracatta yıllık daralma %40 seviyelerine ulaşırken, sanayi üretimi, PMI ve güven endeksleri tarihi düşük seviyelere geriledi. Ancak öncü göstergeler, düşük faiz ortamı, devreye alınan teşvikler, ertelenen talep ve Türkiye ekonomisinin durgunluk ve kriz dönemleri sonrası hızlı refleks gösterme kabiliyeti ile birlikte Haziran ayından itibaren toparlanmanın güçlü bir şekilde başladığına işaret ediyor. Nisan ayında yıl sonuna göre yaklaşık %35-40 azalış kaydederek tarihi düşük seviyelere gerileyen reel kesim güven endeksi ve PMI, Nisan Haziran ayı itibarıyla Mart ayı seviyelerine yaklaşırken; elektrik tüketimi, kart harcamaları, kredi büyümesi, konut ve otomotiv satışları ile ihracat rakamları normalleşme sonrası ekonomide güçlenme döneminin başladığına işaret ediyor. Bu çerçevede, Erdemir ve Kardemir'in yurt içi dinamiklerde gözlenen iyileşmeden fayda sağlayacağını; Erdemir'in Haziran ayından itibaren toparlanmaya başlamasını beklediğimiz sanayi üretimi, Kardemir'in ise güçlenen inşaat aktivitesi beraberinde bu dönemde faydalanacağını düşünüyoruz.
- ✓ **Değerleme.** Hem küresel hem de yurt içi ekonomik dinamiklerde iyileşme beraberinde demir çelik sektörü hisselerinin önümüzdeki dönemde görece güçlü performans sergileyeceklerini düşünüyoruz. Bu çerçevede, EREGL hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 9,50 TL'den 10,50 TL'ye; TUT olan tavsiyemizi de AL'a yükseltiyoruz. KRDMMD hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı da 3,15 TL'den 4,00 TL'ye yükseltiyor; AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. EREGL yılbaşından bu yana, koronavirüsün imalat sanayi üzerinde yarattığı baskı nedeniyle BIST 100 Endeksi'ne kıyasla %7 negatif ayrışırken; KRDMMD özellikle içeride konut ve inşaat aktivitesinde canlanmanın desteği ile %20 pozitif ayrıştı. Ereğli ve Kardemir, 2021 yılı tahminlerimize göre sırasıyla 5,3x ve 3,7x FD/FAVÖK ile küresel benzerlerine göre sırasıyla %10 ve %38 iskontolu işlem görüyor.

# Tahminlerde Revizyon

Belirttiğimiz gibi, küresel senkronize para ve maliye politikalarının desteği ile küresel ekonomilerde gözlenen güçlü toparlanma eğilimi; içeride de düşük faiz ortamı ve koronavirüs salgını sonrası ekonomide yeniden güçlenme eğilimi beraberinde Araştırma kapsamımızda bulunan Erdemir ve Kardemir tahminlerimizi yukarı yönlü revize ettik.

Buna göre, Erdemir'in 2020 ve 2021 yılında sırasıyla 7,5 milyon ton (önceki: 7,4 milyon ton) ve 8,4 milyon ton (önceki: 8,2 milyon ton) satış gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, 2020 ve 2021 yılı satış geliri tahminlerimizi sırasıyla %2,1 ve %3,6 artırarak 25.580 milyon TL ve 32.471 milyon TL; FAVÖK tahminlerimizi de sırasıyla %3,7 ve %4,1 artırarak 4.089 milyon TL ve 6.612 milyon TL'ye yükseltiyoruz.

Kardemir'in ise 2020 ve 2021 yılında sırasıyla 2,25 milyon ton (önceki: 2,12 milyon ton) ve 2,45 milyon ton (önceki: 2,3 milyon ton) satış gerçekleştireceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2020 ve 2021 yılı satış geliri tahminlerimizi sırasıyla %8,8 ve %8,7 artırarak sırasıyla 6.310 milyon TL ve 7.840 milyon TL; FAVÖK tahminlerimizi de sırasıyla %10,8 ve %10,1 artırarak 722 milyon TL ve 1.154 milyon TL'ye revize ediyoruz.

**Tablo 1 : Tahminlerde Revizyon – Erdemir**

Milyon TL	2018G	2019G	2020T			2021T		
			Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Net Satış Geliri	27.015	27.465	25.053	25.580	2,1%	31.336	32.471	3,6%
FAVÖK	8.630	5.458	3.942	4.089	3,7%	6.352	6.612	4,1%
FAVÖK Marjı	31,9%	19,9%	15,7%	16,0%	0,2 puan	20,3%	20,4%	0,1 puan
Net Kâr	5.598	3.317	2.501	2.599	3,9%	3.548	3.751	5,7%
Net Kâr Marjı	20,7%	12,1%	10,0%	10,2%	0,2 puan	11,3%	11,6%	0,2 puan

**Tablo 2 : Tahminlerde Revizyon – Kardemir**

Milyon TL	2018G	2019G	2020T			2021T		
			Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Net Satış Geliri	5.583	6.076	5.798	6.310	8,8%	7.212	7.840	8,7%
FAVÖK	1.765	651	652	722	10,8%	1.048	1.154	10,1%
FAVÖK Marjı	31,6%	10,7%	11,2%	11,4%	0,2 puan	14,5%	14,7%	0,2 puan
Net Kâr	814	81	39	50	27,1%	432	510	18,1%
Net Kâr Marjı	14,6%	1,3%	0,7%	0,8%	0,1 puan	6,0%	6,5%	0,5 puan

Kaynak: HLY Araştırma

**Riskler.** Koronavirüs salgınında olası ikinci dalga, yeni karantina önlemleri ve paralelinde toparlanmaya başlayan ekonomilerde yaşanabilecek yavaşlama eğilimi, emtiya dayalı sektörler açısından en önemli risk unsurları konumunda bulunuyor. Ayrıca, Mart 2018'de başlayan ve son dönemde olumlu gelişmeler yaşanan ABD-Çin ticaret savaşının yeniden alevlenmesi, Çinli çelik üreticilerinin toparlanma kaydetmesine karşılık halen geçmişe görece yavaş olan ekonomileri nedeniyle agresif bir şekilde dış pazarlara penetre etmesi, beklentimizin altında gerçekleşebilecek satış hacmi ve satılan malın maliyetinin %70-75'ini oluşturan ham madde fiyatlarında (kömür, demir cevheri ve hurda) hızlı yükseliş, değerlememiz açısından diğer aşağı yönlü risk unsurları konumunda bulunuyor.



# Değerleme Özeti

## Değerleme Özeti

EREGL ve KRDMMD'nin 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve Benzer Şirket çarpanları yöntemlerini kullandık ve sırasıyla %75 ve %25 ağırlıklar verdik.

Erdemir için dolar bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı modelimizde, sonsuz büyüme oranını %1,5, beta katsayısını 0,80, özsermaye maliyetini %11,4, risksiz faiz oranını %7,0 ve vergi öncesi borçlanma maliyetini de %8,8 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ortalama %10,5 olacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede de, İNA modelimiz 12-aylık 4.847 milyon USD hedef şirket değerine işaret etmektedir. Benzer şirket çarpanları yöntemiyle ise, 6.373 milyon USD 12-aylık hedef şirket değerine ulaşmaktayız.

Kardemir için TL bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı modelimizde ise, sonsuz büyüme oranını %5,0, beta katsayısını 1,15, özsermaye maliyetini %18,8, risksiz faiz oranını %12,5 ve vergi öncesi borçlanma maliyetini de %15,6 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %16,9 olacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede de, İNA modelimiz 12-aylık 2.995 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. Benzer şirket çarpanları yöntemiyle ise, 3.390 milyon TL 12-aylık hedef şirket değerine ulaşmaktayız.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde EREGL için 12-aylık hedef fiyatımız %22 getiri potansiyeli ile 10,50 TL; Kardemir için ise %23 getiri potansiyeli ile 4,00 TL seviyesinde bulunuyor.

**Tablo 3 : Değerleme Özeti – Erdemir**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (USD mn)	Ağırlık	Değer
İNA	4.847	75%	3.636
Benzer Şirket Çarpanları	6.373	25%	1.593
<b>12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn USD)</b>			<b>5.229</b>
<b>12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn TL)</b>			<b>36.688</b>
Hisse Adedi			3.500
Hisse Fiyatı			8,58
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>			<b>10,50</b>
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>			<b>22%</b>

**Tablo 4 : Değerleme Özeti – Kardemir**

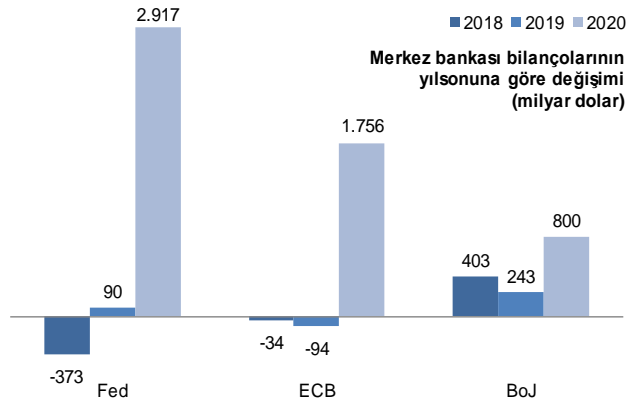
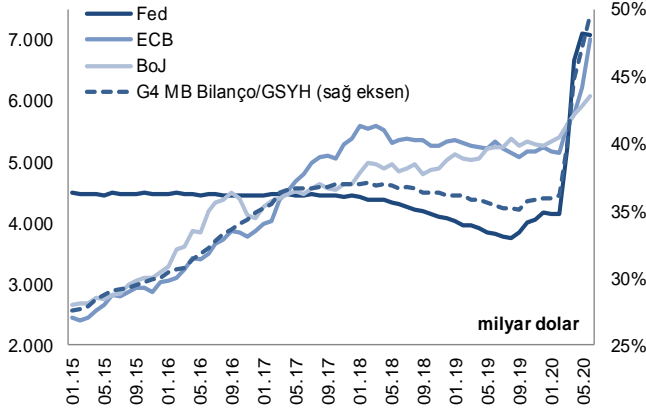
Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	2.995	75%	2.246
Benzer Şirket Çarpanları	3.390	25%	847
<b>Kardemir (D) 12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn TL)</b>			<b>3.094</b>
Hisse Adedi			780
Hisse Fiyatı			3,25
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>			<b>4,00</b>
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>			<b>23%</b>



# Grafiklerle Küresel Ekonomide Toparlanma

**Merkez bankası bilançoları rekor yüksek düzeye ulaşmış durumda**

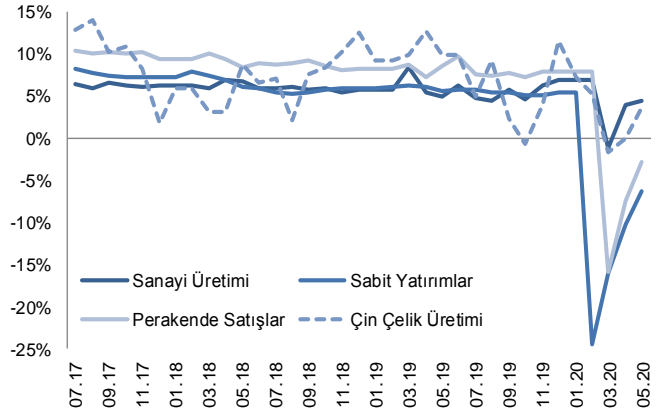
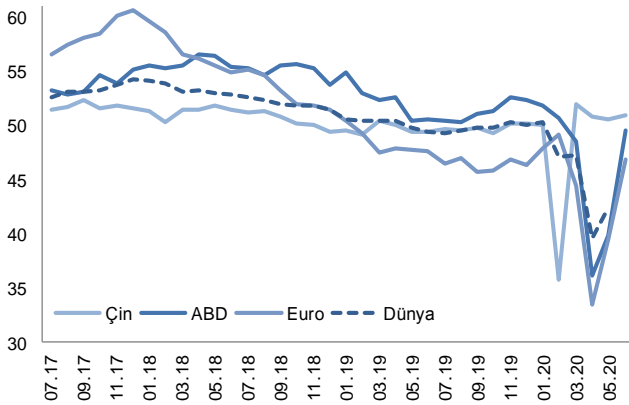
**Güçlenen destekleyici politika yaklaşımının küresel ekonomiyi desteklemesini bekliyoruz**



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

**PMI'lar, küresel ekonomilerde ilk aşamada 'V' tipi toparlanmaya işaret ediyor**

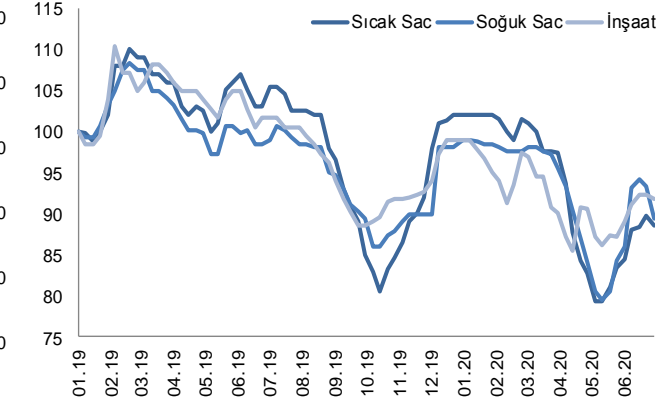
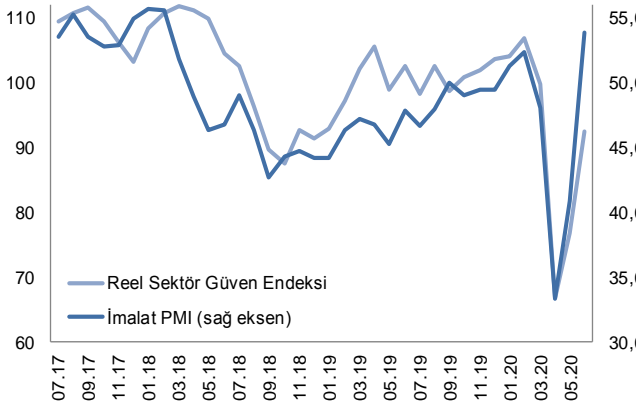
**Virüsün çıkış noktası ve en büyük çelik tüketicisi olan Çin'de toparlanma beklenen yönde gelişiyor**



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

**Yurt içinde virüs sonrasında yeniden dengeleme ve güçlenme eğilimi**

**Ekonomilerdeki toparlanma eğilimi, çelik fiyatlarını da destekliyor**



Kaynak: TCMB, Bloomberg, HLY Araştırma

# Finansallar ve Tahminler – Özet - EREGL

EREGL	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
<b>Finansallar ve Tahminler (TL mn)</b>						
<b>Net Satışlar</b>	<b>11.637</b>	<b>18.736</b>	<b>27.015</b>	<b>27.465</b>	<b>25.580</b>	<b>32.471</b>
Satışların Maliyeti	-9.166	-13.481	-18.632	-22.454	-21.850	-26.551
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.470</b>	<b>5.255</b>	<b>8.383</b>	<b>5.011</b>	<b>3.730</b>	<b>5.919</b>
Faaliyet Giderleri	-441	-500	-662	-702	-810	-919
<b>FAVÖK</b>	<b>2.687</b>	<b>5.475</b>	<b>8.630</b>	<b>5.458</b>	<b>4.089</b>	<b>6.612</b>
Amortisman	-658	-720	-908	-1.150	-1.168	-1.612
<b>FVÖK</b>	<b>2.030</b>	<b>4.756</b>	<b>7.721</b>	<b>4.309</b>	<b>2.921</b>	<b>5.000</b>
Finansal gelir/gider (net)	169	61	948	610	495	82
Diğer gelir/gider (net)	73	146	93	69	144	74
<b>VÖK</b>	<b>2.271</b>	<b>4.955</b>	<b>8.631</b>	<b>5.067</b>	<b>3.609</b>	<b>5.210</b>
Vergi	-700	-1.057	-2.786	-1.573	-902	-1.303
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>1.572</b>	<b>3.898</b>	<b>5.845</b>	<b>3.494</b>	<b>2.707</b>	<b>3.908</b>
Azınlık Payları	-55	-144	-247	-178	-108	-156
<b>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</b>	<b>1.516</b>	<b>3.754</b>	<b>5.598</b>	<b>3.317</b>	<b>2.599</b>	<b>3.751</b>
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>23.651</b>	<b>28.376</b>	<b>41.782</b>	<b>46.673</b>	<b>51.560</b>	<b>59.349</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.587	7.035	8.720	10.691	9.785	10.952
Maddi Duran Varlıklar	12.152	13.072	18.060	20.654	26.654	30.288
Stoklar	4.255	5.040	8.890	9.329	9.078	11.032
<b>Toplam Borç</b>	<b>3.919</b>	<b>4.490</b>	<b>6.121</b>	<b>7.701</b>	<b>7.160</b>	<b>9.664</b>
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	15.660	19.228	29.255	31.247	36.376	39.818
Piyasa Değeri	17.990	35.070	25.270	30.030	30.030	30.030
Net Borç	-667	-2.545	-2.599	-2.990	-2.626	-1.288
Azınlık Payları	452	544	888	948	1.056	1.213
Firma Değeri	17.775	33.069	23.558	27.988	28.461	29.955
<b>Büyüme (%)</b>	<b>2016G</b>	<b>2017G</b>	<b>2018G</b>	<b>2019G</b>	<b>2020T</b>	<b>2021T</b>
Net Satış	-2,3	61,0	44,2	1,7	-6,9	26,9
SMMM	-7,0	47,1	38,2	20,5	-2,7	21,5
Brüt Kar	19,9	112,8	59,5	-40,2	-25,6	58,7
Faaliyet Giderleri	3,7	13,4	32,4	6,1	15,3	13,5
FAVÖK	22,3	103,7	57,6	-36,7	-25,1	61,7
FVÖK	24,1	134,3	62,4	-44,2	-32,2	71,2
VÖK	24,7	118,1	74,2	-41,3	-28,8	44,4
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	34,7	147,5	49,1	-40,8	-21,6	44,4
Toplam Borç	31,7	14,6	36,3	25,8	-7,0	35,0
Net Borç	-1720,0	281,3	2,1	15,0	-12,2	-50,9
Toplam Aktifler	26,9	20,0	47,2	11,7	10,5	15,1
Özkaynaklar	24,9	22,8	52,1	6,8	16,4	9,5



# Finansallar ve Tahminler – Özet - EREGL

Marjlar (%)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Brüt Kar	21,2	28,0	31,0	18,2	14,6	18,2
FAVÖK	23,1	29,2	31,9	19,9	16,0	20,4
FVÖK	17,4	25,4	28,6	15,7	11,4	15,4
VÖK	19,5	26,4	31,9	18,5	14,1	16,0
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	13,0	20,0	20,7	12,1	10,2	11,6
Amortisman	5,7	3,8	3,4	4,2	4,6	5,0
Stoklar	36,6	26,9	32,9	34,0	35,5	34,0
Faaliyet Giderleri	3,8	2,7	2,5	2,6	3,2	2,8
Finansal gelir/gider (net)	-1,5	-0,3	-3,5	-2,2	-1,9	-0,3
Kaynak maliyeti (net)	25,3	2,4	36,5	20,4	18,9	6,4
Karlılık Göstergeleri (%)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Aktif devir hızı	49,2	66,0	64,7	58,8	49,6	54,7
Aktif karlılığı	6,4	13,2	13,4	7,1	5,0	6,3
Özkaynak karlılığı	9,7	19,5	19,1	10,6	7,1	9,4
Kardıraç	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Borç/Aktifler	16,6	15,8	14,6	16,5	13,9	16,3
Borç/Özsermaye	25,0	23,4	20,9	24,6	19,7	24,3
Net Borç/Özsermaye	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	0,0x
Net Borç/FAVÖK	-0,2x	-0,5x	-0,3x	-0,5x	-0,6x	-0,2x
Oranlar ve Çarpanlar	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Hisse Başı Kar (TL)	0,43	1,07	1,60	0,95	0,74	1,07
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	4,47	5,49	8,36	8,93	10,39	11,38
Hisse Başı Nakit Akışı (TL)	0,47	1,03	1,68	0,84	0,19	-0,19
Temettü Verimi (%)	0,07	0,08	0,17	0,03	0,08	0,11
Net Karlılık Verimi (%)	5,05	12,50	18,64	11,04	8,65	12,49
Nakit Akışı Verimi (%)	37,82	82,50	133,61	67,05	15,28	-15,05
FD/Satışlar	2,6x	1,6x	1,1x	1,1x	1,3x	1,1x
FD/FAVÖK	11,2x	5,5x	3,5x	5,5x	7,9x	5,3x
F/Nakit Akışı	18,1x	8,3x	5,1x	10,2x	44,8x	-45,5x
F/K	19,8x	8,0x	4,3x	11,0x	11,0x	8,2x
PD/DD	1,9x	1,6x	1,0x	1,0x	0,8x	0,8x

# Finansallar ve Tahminler – Özet - KRDMD

KRDMD	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
<b>Finansallar ve Tahminler (TL mn)</b>						
<b>Net Satışlar</b>	<b>2.337</b>	<b>3.973</b>	<b>5.583</b>	<b>6.076</b>	<b>6.310</b>	<b>7.840</b>
Satışların Maliyeti	-2.088	-3.301	-3.874	-5.529	-5.664	-6.765
<b>Brüt Kar</b>	<b>249</b>	<b>672</b>	<b>1.709</b>	<b>548</b>	<b>646</b>	<b>1.075</b>
Faaliyet Giderleri	-61	-78	-90	-97	-113	-130
<b>FAVÖK</b>	<b>314</b>	<b>734</b>	<b>1.765</b>	<b>651</b>	<b>722</b>	<b>1.154</b>
Amortisman	-127	-140	-146	-200	-189	-209
<b>FVÖK</b>	<b>188</b>	<b>594</b>	<b>1.618</b>	<b>450</b>	<b>533</b>	<b>945</b>
Finansal gelir/gider (net)	-350	-289	-599	-314	-305	-177
Diğer gelir/gider (net)	-51	-95	15	-203	-190	-143
<b>VÖK</b>	<b>-209</b>	<b>220</b>	<b>1.066</b>	<b>-35</b>	<b>50</b>	<b>638</b>
Vergi	85	32	-252	116	0	-128
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>-124</b>	<b>252</b>	<b>814</b>	<b>81</b>	<b>50</b>	<b>510</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
<b>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</b>	<b>-124</b>	<b>252</b>	<b>814</b>	<b>81</b>	<b>50</b>	<b>510</b>
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>5.656</b>	<b>6.928</b>	<b>8.233</b>	<b>9.026</b>	<b>9.732</b>	<b>11.798</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.642	2.788	2.914	3.332	3.743	5.557
Maddi Duran Varlıklar	3.827	3.946	5.204	5.606	5.891	6.137
Stoklar	700	756	1.645	1.746	1.789	2.136
<b>Toplam Borç</b>	<b>2.101</b>	<b>1.911</b>	<b>1.988</b>	<b>1.956</b>	<b>2.156</b>	<b>2.384</b>
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	2.237	2.447	4.087	3.881	3.936	4.966
Piyasa Değeri	897	2.505	1.701	2.536	2.536	2.536
<b>Net Borç</b>	<b>1.771</b>	<b>921</b>	<b>1.705</b>	<b>1.702</b>	<b>1.642</b>	<b>675</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Firma Değeri	2.668	3.426	3.405	4.238	4.177	3.210
<b>Büyüme (%)</b>	<b>2016G</b>	<b>2017G</b>	<b>2018G</b>	<b>2019G</b>	<b>2020T</b>	<b>2021T</b>
<i>Net Satış</i>	4,7	70,0	40,5	8,8	3,8	24,3
<i>SMMM</i>	0,9	58,1	17,4	42,7	2,4	19,4
<i>Brüt Kar</i>	54,6	170,0	154,4	-67,9	18,0	66,4
<i>Faaliyet Giderleri</i>	-20,8	28,1	16,0	7,7	16,3	15,0
<i>FAVÖK</i>	47,9	133,5	140,3	-63,1	11,0	59,8
<i>FVÖK</i>	69,1	215,9	172,6	-72,2	18,4	77,3
<i>VÖK</i>	23,9	-205,1	384,7	-103,3	-241,4	1188,5
<i>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</i>	477,9	-303,0	223,8	-90,1	-38,6	930,8
<i>Toplam Borç</i>	21,6	-9,0	4,0	-1,6	10,2	10,6
<i>Net Borç</i>	20,7	-48,0	85,0	-0,1	-3,6	-58,9
<i>Toplam Aktifler</i>	10,1	22,5	18,8	9,6	7,8	21,2
<i>Özkaynaklar</i>	-4,8	9,4	67,0	-5,0	1,4	26,2



# Finansallar ve Tahminler – Özet - KRDMD

Marjlar (%)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Brüt Kar	10,6	16,9	30,6	9,0	10,2	13,7
FAVÖK	13,5	18,5	31,6	10,7	11,4	14,7
FVÖK	8,0	14,9	29,0	7,4	8,4	12,1
VÖK	-9,0	5,5	19,1	-0,6	0,8	8,1
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	-5,3	6,3	14,6	1,3	0,8	6,5
Amortisman	5,4	3,5	2,6	3,3	3,0	2,7
Stoklar	30,0	19,0	29,5	28,7	28,3	27,2
Faaliyet Giderleri	2,6	2,0	1,6	1,6	1,8	1,7
Finansal gelir/gider (net)	15,0	7,3	10,7	5,2	4,8	2,3
Kaynak maliyeti (net)	19,8	31,3	35,2	18,4	18,6	26,2
Karlılık Göstergeleri (%)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Aktif devir hızı	41,3	57,3	67,8	67,3	64,8	66,5
Aktif karlılığı	-2,2	3,6	9,9	0,9	0,5	4,3
Özkaynak karlılığı	-5,5	10,3	19,9	2,1	1,3	10,3
Kardıraç	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Borç/Aktifler	37,1	27,6	24,1	21,7	22,2	20,2
Borç/Özsermaye	93,9	78,1	48,6	50,4	54,8	48,0
Net Borç/Özsermaye	0,8x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,1x
Net Borç/FAVÖK	5,6x	1,3x	1,0x	2,6x	2,3x	0,6x
Oranlar ve Çarpanlar	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Hisse Başı Kar (TL)	-0,11	0,22	0,71	0,07	0,04	0,45
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	1,96	2,15	3,59	3,40	3,45	4,36
Hisse Başı Nakit Akışı (TL)	0,07	0,41	0,13	0,10	0,26	0,59
Temettü Verimi (%)	0,06	0,00	0,08	0,01	0,00	0,06
Net Karlılık Verimi (%)	-3,34	6,79	21,98	2,18	1,34	13,77
Nakit Akışı Verimi (%)	3,27	18,49	6,03	4,69	11,54	26,69
FD/Satışlar	1,8x	1,1x	0,8x	0,7x	0,7x	0,5x
FD/FAVÖK	13,4x	5,7x	2,4x	6,5x	5,8x	3,7x
F/Nakit Akışı	30,6x	5,4x	16,6x	21,3x	8,7x	3,7x
F/K	-20,5x	10,1x	3,1x	31,4x	51,2x	5,0x
PD/DD	1,7x	1,5x	0,9x	1,0x	0,9x	0,7x





# Künye & Çekince

## Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %15 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %15 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

## Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 212 314 81 81

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 88
İlknur HAYIR TURHAN	Yönetmen Perakende, Cam, Çimento, GYO	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 85
Abdullah DEMİRER	Uzman Havacılık, Petrol&Petrokimya, Gübre, Kimya	ADemirer@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 24
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji Telekom, Madencilik, Savunma	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 30
Uğur BOZKURT	Uzman Yardımcısı Makroekonomi Demir-Çelik, Otomotiv, Beyaz Eşya	UBozkurt@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 26

## ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanununun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

