



# **DEMİR ÇELİK SEKTÖRÜ DEĞERLENDİRMEMİZ 2015**

**ARALIK 2014**

## DEMİR ÇELİK SEKTÖRÜ - 2015

Küresel çapta sektöre bakıldığında; 2014 yılının ilk yarısında demir cevheri fiyatlarında, büyük üreticilerin kar marjlarını koruyabilmek adına üretim ve satışlarını artırmasıyla, hızlı bir düşüş eğilimi gözlenmiştir. Çin'de devam eden zayıflama sinyalleri de talep cephesinde endişe oluşturduğundan fiyatlarda düşük seyrin devamına şahit olmaktadır.

Çin'de 2 yılın ardından faiz indirimine yol açan yıl boyunca devam eden zayıflama sinyallerinin yanı sıra Avustralya ve Brezilya gibi büyük üreticilerin de üretim artışları ve Hindistan'da da zengin cevher yatakları bulunan bölgelerde çevresel nedenlerle durdurulan üretimin 2015 başlarında yeniden başlayacağı öngörüsü de fiyatları baskılayan ve baskılanmaya devam edeceğine dair beklentilere destek veren bir diğer gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

CLSA 2015 yılında ortalama demir cevheri fiyatında tahminlerini 5 dolar düşürerek 80 dolar seviyesine indirmiştir. 2016 ve 2017 yıllarında da düşüş beklentisinin devamı 75 dolar seviyesinde oluşan fiyat tahminlerinden görülebilmektedir.

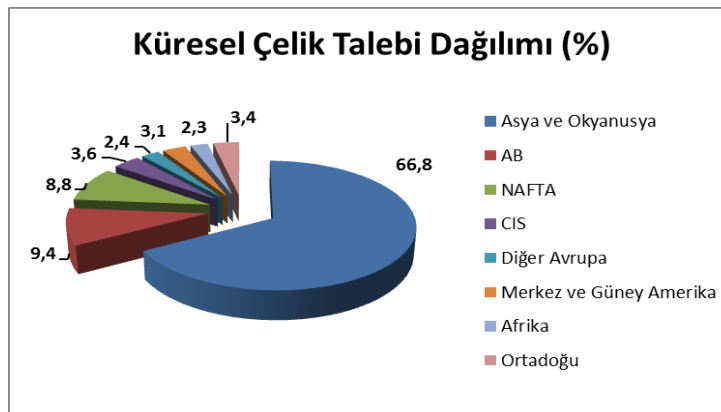
2015-2017 yılları arasında global sektör oyuncuları küresel bir arz fazlası tahmin etmektedirler.

Üretimde artışın devamına karşılık en büyük tüketici Çin'in bu üretim artışını karşılayacak şekilde bir büyüme gerçekleştirmesinin beklenmemesi de arz fazlası beklentisini doğrulamaktadır.

Çelik tarafında da, WSA (Dünya Çelik Üreticileri Birliği) verilerine göre 2014/10 döneminde toplam üretimin %98'ini gerçekleştiren 65 ülkede 1,36 milyar ton (YoY %3,5 düzeyinde bir artışa işaret etmektedir.) üretim gerçekleştirildiği, bunun %50'sinin Çin'den, %6'sının Japonya'dan ve %5'inin ABD'den gerçekleştiğini görmekteyiz ki bu durum da Çin ekonomisinde gelişmelerin sektör ve fiyatlar açısından belirleyici durumunu ortaya koymaktadır.

Talep cephesinde ise; WSA, 2014-2015 Short Range Outlook Raporu'nda düşen emtia fiyatları, jeopolitik tansiyon ve yapısal zorluklar kaynaklı olarak Çin, G.Amerika ve CIS ülkelerinde zayıf kalan performans nedeniyle talep tahminlerini aşağı yönlü revize etmiştir.

2015 yılında talebin AB'de %2,9, Asya ve Okyanusya'da %1,4, Ortadoğu'da %6, NAFTA'da %2,2 artması ve bu şekilde küresel talebin %2 artışla 1.594 milyon ton olması beklenmektedir. (WSA)



Kaynak : WSA

## DEMİR ÇELİK SEKTÖRÜ - 2015

Sektör için AB, ABD ve Japonya için beklentiler daha iyimser olmakla beraber EM'lerde devam edecek bir zayıflığı kompanse edebilecek bir iyimserlikten bahsetmek mümkün görünmemektedir. Talebin dağılım grafiğinden de görüleceği üzere; toplam küresel talebin %67'sini gerçekleştiren Asya sektörü için 2015 yılında da belirleyici olmaya devam edecektir.

Ülke bazında ise Çin'de %0,8 artması beklenen çelik talebine karşılık emlak kısıtlamalarının gevşetilmesi, 21 Kasım 2014'te yapılan faiz indiriminin imalat sanayi ve konut piyasasını desteklemesi ve para politikasında ek teşviklerin devreye alınması halinde bu oranın artabileceğini düşünmekteyiz.

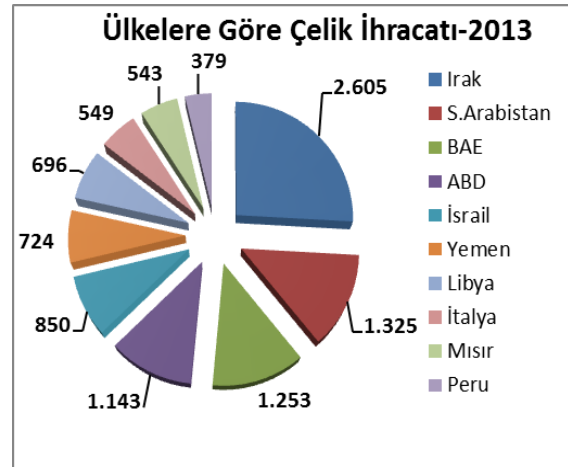
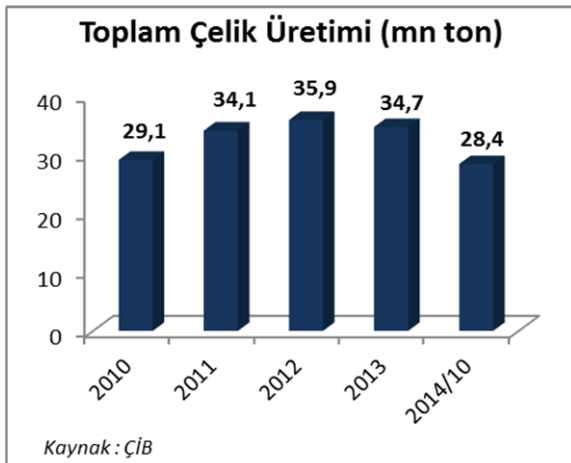
OECD ise 2015-2020 yılları arasında otomotiv sektörünün çelik talebinin ivme kaybetmesini ve 2025 yılına dek 3 sektörün küresel çelik talebinin yüzde 90'ını oluşturmasını beklemektedir;

1. Yapı ve İnşaat (Gelişen ülkelerde konut ve altyapı harcamaları) : %68
2. Mekanik/Mühendislik : %13
3. Enerji Taşımacılığı (Boru hattı, tüpler vs.): %9

Küresel çapta demir çelik sektöründe arz, talep ve düşük seyretmekte olan hammadde fiyatları üzerinde;

- ✓ Küresel büyüme hızı,
- ✓ Çin ekonomisinde yeniden dengelenme süreci
- ✓ Çin'de para politikası ve konut sektörü performansı,
- ✓ EM'lerde yapı ve inşaat harcamaları performansı belirleyici olacaktır.

*Türk demir-çelik sektörünün 2014 görünümü ve 2015 beklentilerine geçildiğinde ise;* Büyük üreticilerin kapasite artırımı, Çin'de yeniden dengelenme süreci ve küresel ekonomide zayıf toparlanma ile hammadde (demir cevheri) fiyatları düşerken yıl genelinde hurda fiyatları ise yüksek seyrini korumuş ve bu nedenle de üreticiler arası maliyet farkı entegre tesisler lehine açılmıştır. Bu şekilde dünya çelik üretimindeki payı %2 olan Türk demir çelik sektöründe 2014 yılı Ocak-Ekim döneminde toplam üretim yıllık bazda %0,9 düşüşle 28,4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Entegre tesisler ilgili dönemde üretimlerini yüzde 5 oranında artırırken elektrik ark ocaklı tesislerin üretiminin %3,2 düşüşle 19,9 milyon tona düşmesi toplam üretim gerilemesindeki temel neden olmuştur.



**DEMİR ÇELİK SEKTÖRÜ - 2015**

Düşen hurda fiyatlarının entegre tesisler ile ark ocaklı tesisler arası yarattığı maliyet farkının yanı sıra düşen cevher fiyatlarından yarar sağlayan devlet destekli Çin’li üreticiler de rekabet avantajına kavuşmuş, hem Türk demir çelik sektörünün ihracat pazarlarına hem de Türkiye pazarına agresif rekabetçi fiyatlar vermeye başlamışlardır ki; bu da yurtdışında sektörü zorlayan bir diğer unsur olarak görülmektedir.

Çin’li üreticilerin agresif rekabetçi politikalarının yanı sıra en büyük tedarikçisi olunan Ortadoğu’daki dalgalı siyasi konjonktür de sektör ihracatını olumsuz etkileyen bir diğer unsur olarak görülmektedir.

ABD, Mısır gibi ülkelerin geçmiş dönemde açmış olduğu anti-damping soruşturmaları ve/veya uygulamaya konan korumacı önlemler de Ortadoğu’daki karışık ortama eklenince Türk demir-çelik sektörünün ihracatı 2014/10 döneminde, yıllık bazda, ton bazında yüzde 4,12, değer bazında ise yüzde 3 gerilemiştir.

İlgili dönemde ABD’ye yapılan ihracatın artması ile sektörün en çok ihracat yaptığı ülke sıralamasında ilk üç sıra; sırasıyla ABD (1 milyon 642 bin ton), Irak (1 milyon 388 bin ton) ve BAE (1 milyon 209 bin ton) olmuştur. Bölgesel bazda ise 5 milyon ton ile Ortadoğu en büyük ihracat pazarı olmaya devam ederken Ortadoğu’yu 2,5 milyon ton ile AB ve 2 milyon ton ile Kuzey Amerika izlemektedir.

	2010	2011	2012	2013	2014/10
Çelik İhracatı (milyon ton)	17,3	18,1	19,8	18,4	14,6
Çelik İhracatı (milyar dolar)	12,2	15,2	15,4	13,8	11,16

*Kaynak : ÇİB*

Her ne kadar 10 aylık veriler ihracatta gerilemeye işaret ediyor olsa da özellikle Ağustos ve Eylül aylarında başlayan bir toparlanmadan söz etmek mümkündür.

Yurtiçi tüketim tarafında; Türkiye Çelik Üreticileri Derneği verilerine göre; 2014/09 döneminde Türkiye’nin toplam nihai mamul tüketimi yıllık bazda %0,4 düşüşle 22.827 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Yurtiçi tüketimin %54’ünü oluşturan uzun mamül tüketimi yıllık %0,4 artarken yassı mamül tüketimi %1,3 gerilemiştir.

Bu gelişmelerle 2015 yılına bakıldığında son dönemde toparlanma işaretleri vermeye başlayan konut sektörü, konut sektörünün katkı sağlamasını beklediğimiz beyaz eşya sektörü ve bunun yanında otomotiv sektöründe de kötü bir yıl başlangıcına rağmen iyileşme işaretleri Türk demir-çelik sektöründe yurtiçi talep tarafında 2015 yılında 2014 yılına göre daha iyi bir performans görülmesi beklentimizin oluşmasına neden olmaktadır.

## DEMİR ÇELİK SEKTÖRÜ - 2015

İhracat tarafında en önemli risk devlet destekli Çin’li üreticilerin düşen cevher fiyatlarından yarar sağlayarak agresif rekabetçi fiyat politikaları izlemesidir. Bu durum sektör için teşviklerin önemini daha da ön plana çıkarmaktadır. En büyük ihracat kalemi hala Ortadoğu ülkelerinden oluştuğu için bu coğrafyadaki jeopolitik gelişmeler ve tansiyonun yatışması da sektörün ihracat performansı açısından kritiktir. Ayrıca AB’de 2014’te beklenenden zayıf kalan toparlanmanın 2015’te ivme kazanması ve ABD’de toparlanma eğiliminin devamı da da sektör için destekleyici etkiler yaratabilme potansiyeli taşımaktadır.

2013 yılında en çok ihracat yapılan ülke Irak iken 2014/09 verilerine göre ABD’nin ilk sıraya yerleşmesi sektörün ihracat esnekliği açısından önemli olumlu bir sinyal olmakla beraber bu durumun devamı açısından da ABD ekonomisinde toparlanma işaretlerinin de 2015 yılında devam etmesi sektörün ihracatı açısından önemli olacaktır.

İhracat tarafında sektör için rekabet ettiği Çin, Ukrayna, Rusya gibi ülkelere göre yüksek seyreden enerji maliyetleri de sektör için bir diğer zorluk olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle petrol fiyatlarının düşük seyrinin sürmesi de enerji maliyetleri açısından yerli üreticiye destek olabilecek bir fırsat olabilecek ve bu şekilde kar marjlarına olumlu katkı yapabilecektir ki 27 Kasım’daki OPEC toplantısında arz politikasında değişime gidilmemesi de 2015 yılında petrol fiyatlarının baskılanmaya devam edeceği algısı yaratarak şirketin enerji maliyetlerinde düşüş imkanı verebilecektir.

Maliyetlerde düşüş ile marjlarda görülebilecek potansiyel olumlu etkilere ek olarak 2015 yılında doların genel olarak değer kazanma eğilimini sürdürmesi beklendiğinden, Çin’in rekabetine rağmen sektör ihracatını artırmaya devam ettiği taktirde dolardaki yükseliş de şirket cirolarına ek katkı sağlayabilecektir.

Ulaştırma Bakanı Elvan’ın 2015 yılında demiryolu sektörünün serbestleştirilerek özel kesime açılacağı ve bu şekilde THY’de görüldüğü gibi yüksek büyüme performansına ulaşılacağı açıklamaları da demir yolu taşımacılığı gelişiminden olumlu etkilenecek demir-çelik sektörü için orta-uzun vadeli beklenti yaratmaktadır.

Güçlü ve Dengeli Büyüme Yapısal Reform ve Eylem Planı’nda da demir çelik sektörünün hurda girdi bağımlılığının azaltılması hedefi, demir-çelik ve demir dışı metaller sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde enerji verimliliğinin artırılmasına yönelik tedbirler ve 2015 bütçesi kapsamındaki yatırımlarda ulaştırma sektörünün ön plana çıkması, Ulaştırma Bakanı Elvan’ın da önümüzdeki yıllarda demiryolları yatırımlarına ağırlık verileceği açıklaması sektör için beklenti yaratan diğer gelişmeler olarak sıralanabilmektedir.

Bu gelişme ve beklentilerimiz ışığında düşen hammadde maliyetlerinin küresel ekonomide toparlanma ile beraber yükselebileceğini, bunun Çin’in agresif fiyat politikalarının hızını kesebileceğini, düşen petrol fiyatlarının marjlar açısından şirketler için rahatlatıcı bir tablo ortaya koyduğunu düşünmekteyiz. Sektörün girdi sağladığı sektörlerin (konut, otomotiv, beyaz eşya vb.) hem yurtiçinde hem de küresel çapta toparlanma eğilimi içinde olması da sektör için 2015 yılında fırsat yaratmaktadır.

## KARDEMİR

Demir cevheri ve kömür fiyatlarındaki gerilemenin çelik fiyatlarındakinden yüksek olması karlılığa olumlu yansımaktadır. (Demir cevheri fiyatları Çin'deki zayıf imalat ve konut sektörü talebi yetersizliğinden 80 dolar/ton seviyesinin altına gelmiştir, demir cevherindeki gerileme %40'lar seviyesine ulaşırken çelik fiyatları %3 seviyesinde düşüş kaydetmiştir.)

2015 yılında da demir cevheri fiyat beklentisi 80 dolar seviyelerinde bulunmaktadır. 2019 yılına kadar demir cevheri fiyatları ortalama beklentisi ise 90 ton/dolar seviyesindedir. Kardemir'in toplam demir cevherinin %85'lik kısmını yerli tedarikçilerden uluslararası fiyattan daha düşük sağlamasından dolayı bu taraftaki olumlu katkının devam etmesini beklemekteyiz.

2014 sonunda devreye giren 5. fırınla kapasitesi artan Kardemir, 2015 sonunda devreye girecek yeni konvertörleriyle daha yüksek marjlı ürünler üretebilecek ve bu da karlılığa olumlu yansımaktadır. Ek olarak yeni kok bataryası yatırımını 2015 yılının başından itibaren devreye alması ile birlikte şirketin sıvı ham çelik kapasitesi 3.4 milyon ton seviyesine yükselecektir.

Kardemir 343 mn TL'lik demiryolu tekerleği yatırımı için vergi teşvik belgesi almıştır. Şirketin bu yatırımı "stratejik yatırım" olarak değerlendirilmektedir. Yatırım, KDV, gümrük vergilerinden muaf olmakla beraber yatırım teşvikleri vergi indirimi oranı (%90, YKO %50), sigorta primi işveren hissesi desteği (7 yıl), faiz desteği de içermektedir. Proje 2017 yılında tamamlandığında, Kardemir yılda 200k demiryolu tekerleği üreterek ithalatın önüne geçebilecektir.

Yurtiçinde TCDD'nin ihtiyaç duyduğu rayın tamamını karşılayan şirket, İran, Irak ve Suriye'ye ihracatını son dönemde artırmıştır. Hükümetin stratejik raporunda; 2023 yılına kadar hızlı tren projeleri kapsamında mevcut hatların yenilenmesi, 10K km'lik yüksek hızlı tren hattı yapılması ve 4K km'lik yeni konvansiyonel demiryolu hattı yapılması hedefleri bulunmaktadır.

Önümüzdeki 10 yıl içerisinde yapılacak bu yatırımlarla yaklaşık 2 milyon tonun üzerinde ray talebinin olması beklenmektedir.

## KARDEMİR

Kardemir, mevcut durumda tek ray ve profil üreticisidir, buna bir de vagon ve vagon tekerliği üretimine geçmesini kattığımızda uzun vadede olumlu etkilenecektir.

Diğer taraftan ilk kademedeki 700K ton/yıl üretim kapasitesine sahip Yeni Çubuk ve Kangal Haddehanesi yatırımı ile nihai çelik ürün imalat kapasitesi önümüzdeki yıl 1.7 milyon tona çıkacaktır.

Bu yatırımların tamamlanması ile birlikte Kardemir; otomotiv sanayinde kullanılan çelikler ve kaynak teli çelikleri ile sanayide kullanılan çelikleri üretmeye başlayacaktır (Sanayi çelikleri de ithal edilmekteydi.) ve bu gelişmeler karlılık ve marjlara olumlu yansıyacaktır.

Daha düşük marja sahip kütük üretim ve satımı ile birlikte Çin'den gelen ürünler, hisse üzerindeki potansiyel baskı unsurlarıdır. Fakat düşük hammadde fiyatlarının bu olumsuzluğu kompanse etmesini beklemekteyiz. (Hükümet de Çin tehdidine karşın tarifelerle tedbir almıştır.)

KRDMD	2014 T	2015T
Satis Gelirleri	2355	2860
EBITDA	510	595
Net Kar	301	362
EV/EBITDA	6,6	5,9
F/K	8,4	7,4
PD/DD	1,6	1,3
<b>MEVCUT DEĞER</b>	<b>2,12</b>	
<b>HEDEF DEĞER</b>		<b>2,62</b>
<b>YÜKSELİŞ POTANSİYELİ</b>	<b>23,58%</b>	

Turkish Yatırım A.Ş.'nin diğer raporlarına;

[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)

[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

<https://twitter.com/turkishfx>

<http://www.turkishfx.com/>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

#### **ÇEKİNCE :**

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım, bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda 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. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.