

**Kocaer Çelik'i %42 getiri potansiyeliyle; 36,71 TL hisse başı adil değer ile kapsamımıza alıyoruz.** Kocaer Çelik, 800bin ton/yl kapasitesi ile Türkiye Ege Bölgesi'nin en büyük çelik profil ihracatçısı konumundadır. Şirket ağırlıklı olarak enerji iletimi, güneş enerjisi altyapı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünelcilik ve savunma gibi katma değerli ürün üreten sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere hizmet vermektedir. 85bin m<sup>2</sup> kapalı alan olmak üzere, 280bin m<sup>2</sup>'lik üretim alanı ile Kocaer Çelik, ilave 120bin ton kapasiteli Çelik Servis Merkezi ve tam entegre 100bin ton kapasiteli galvaniz fabrikası ile çeşitli şekil, ebat ve niteliklerde özelleştirilmiş çelik profiller üretmektedir.

**Katma değerli profil üretimi, güneş paneli çelik profil üretimi artışıyla 2021 yılında hızlandı.** Şirket güneş paneli çelik profilleri, madencilik ve tünel çelik profilleri ve enerji nakil hattı profilleri gibi çeşitli katma değerli ürün gruplarına sahiptir. Bu ürünler diğer ürünlere kıyasla yüksek kârlılıkları, daha karmaşık mühendislik ve özel uzmanlık önkoşulları nedeniyle öne çıkmaktadır. Kocaer Çelik, ürün portföyü stratejisi doğrultusunda, 2021 yılında %33 olan katma değerli ürünlerin payını 2022 yılında %42'ye çıkarmayı başarmış ve bu dönemde ton başına FAVÖK yaklaşık ~50 dolar bandında artış göstermiştir.

**Güçlü sipariş görünümü dikkate alındığında, 2024 yılı için ton başına FAVÖK beklentimiz, güçlü katma değerli ürün talebi beklentimize bağlı olarak, yıllık %9,8 büyüme ile 164 dolar'dır.** Bu beklentimizi, iki fabrikanın 2024 yılında tamamlanacak olan modernizasyonunun vereceği katkıya ve katma değerli ürünlere olan talebin yüksek olduğu pazarlardaki genişleme stratejisine dayandırıyoruz. (Daha fazla bilgi için sf.2'ye bakınız.)

**Kocaer Enerji'nin firmanın defansif yapısını geliştirmesini bekliyoruz.** Yeni jeotermal enerji santralinde üretilecek kapasitesinin firmanın enerji tüketimini tamamen karşılaması beklenirken, önemli bir kısmının ise satılması planlanıyor. Yeni jeotermal enerji santralının 2024 ve 2025 yıllarında 50mn dolar yatırım ihtiyacı yaratması beklenmekle birlikte, tesisin 2026 yılında faaliyete geçmesi öngörülmüyor. Kocaer Enerji'nin, 24MW jeotermal enerji kapasitesi ile, firmanın cirosuna yıllık ~10mn dolar katkıda bulunacağını varsayıyoruz.

milyon TL	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.782	1.966	4.216	9.418	12.922	17.774	22.882
FAVÖK	121	229	587	1.579	2.055	3.285	4.476
Net Kar	-23	81	133	751	1.481	1.676	2.697
Brüt Kar Marjı	11,1%	16,0%	20,2%	23,0%	20,5%	23,0%	24,1%
FAVÖK Marjı	6,8%	11,6%	13,9%	16,8%	15,9%	18,5%	19,6%
Net Kar Marjı	-1,3%	4,1%	3,1%	8,0%	11,5%	9,4%	11,8%
F/K (x)	n.a	n.a	n.a	11,9	11,5	10,2	6,3
PD/DD (x)	n.a	n.a	n.a	2,7	4,0	3,1	2,2
FD/FAVÖK (x)	n.a	n.a	n.a	6,3	9,0	5,9	4,3
FD/Satışlar (x)	n.a	n.a	n.a	1,1	1,4	1,1	0,8
Özsermaye Karlılığı	-17,7%	31,5%	14,3%	22,9%	34,9%	30,4%	35,4%
Temettü Verimi	n.a	n.a	n.a	1,7%	2,5%	2,8%	4,5%

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	DEMİR, ÇELİK TEMEL
Bloomberg / Reuters Kodu	KCAER.TI / KCAER.IS
Fiyat (TL/hisse)	25,88
Hedef Fiyat (TL/hisse)	36,71
Potansiyel Getiri	42%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	9,30-26,32
Piyasa Değeri (milyon TL)	17.018
Firma Değeri (milyon TL)	18.895
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	3.558
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	658
Dolaşımdaki Paylar	%21
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%11,8
3 Ay Önce	%10,8

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	15.367	18.886	14.219	9.273
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	387.096	468.017	313.152	178.583
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	24,52-25,88	22,12-26,32	15,50-26,32	9,30-26,32

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%9	%67	%71	%178
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%7	%8	%5	%13

## Ortaklık Yapısı

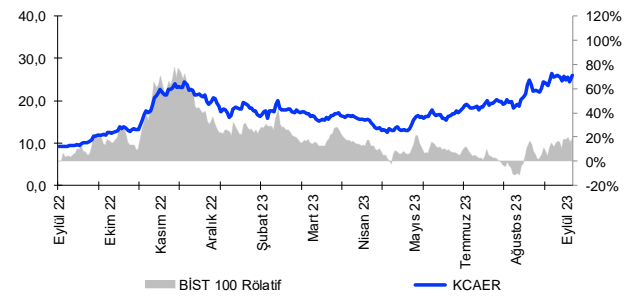
Hakan Kocaer	79,09%
Serbest Dolaşım	20,91%

## 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



\* 21/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Doğu Kurnaz

Uzman Yardımcısı

dogu.kurnaz@gedik.com

+90 216 453 0000

Mehmet Mumcu

Müdür Yardımcısı

mehmet.mumcu@gedik.com

+90 216 453 0000

## YATIRIM TEMASI

Kocaer Çelik'i hisse başına 36,71 TL adil değer ve %42'lik getiri potansiyeliyle kapsamımıza alıyoruz. Kocaer Çelik, 800bin ton/yıl kapasitesi ile Türkiye Ege Bölgesi'nin en büyük çelik profil ihracatçısı konumundadır. Şirket ağırlıklı olarak enerji iletimi, güneş enerjisi altyapı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünelcilik ve savunma gibi katma değerli ürün üreten sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere hizmet vermektedir. 85bin m<sup>2</sup> kapalı alan olmak üzere, 280bin m<sup>2</sup>'lik üretim alanı ile Kocaer Çelik, ilave 120bin ton kapasiteli Çelik Servis Merkezi ve tam entegre 100bin ton kapasiteli galvaniz fabrikası ile çeşitli şekil, ebat ve niteliklerde özelleştirilmiş çelik profiller üretmektedir. Şirketin gelirlerinin yaklaşık %75'i ihracata yöneliktir ve gelirlerin %95'i yabancı para birimleri cinsindedir. Liman ve depolama merkezine sahip tam iştiraki Kocaer Steel UK, İngiltere'de çelik stoklama ve servis hizmeti vererek firmaya hem lojistik avantaj hem de yurtdışında artan tanınırlık sağlamaktadır.

Katma değerli profil üretimi, güneş paneli çelik profil üretimi artışıyla 2021 yılında hızlandı. Şirket güneş paneli çelik profilleri, madencilik ve tünel çelik profilleri ve enerji nakil hattı profilleri gibi çeşitli katma değerli ürün gruplarına sahiptir. Bu ürünler diğer ürünlere kıyasla yüksek kârlılıkları, daha karmaşık mühendislik ve özel uzmanlık önkoşulları nedeniyle öne çıkmaktadır. Katma değerli ürünlerin payının, çelik servis ve Ar-Ge merkezlerinin varlığı ile desteklenmesi beklenmektedir. Kocaer Çelik, ürün portföyü stratejisi doğrultusunda, 2021 yılında %33 olan katma değerli ürünlerin payını 2022 yılında %42'ye çıkarmayı başarmış ve bu dönemde ton başına FAVÖK yaklaşık ~50 dolar bandında artış göstermiştir. 2023 yılının ilk yarısında zorlu makro koşullara paralel olarak görülen düşük emtia fiyatları neticesinde ton başına FAVÖK ~139 dolar'a (1Y22'de ~203 dolar ve 2Y22'de ~158 dolar) gerilemesine karşın, yılın ikinci yarısının talep açısından daha iyi olmasını bekliyoruz. 2Y23'te toplam kompozisyonun %45'e yakınına oluşturmasını beklediğimiz katma değerli ürünler varsayımımıza dayanarak ton başına FAVÖK'ün 160 dolar'a yükseleceğini (2Ç23'de 151 dolar) varsayıyoruz.

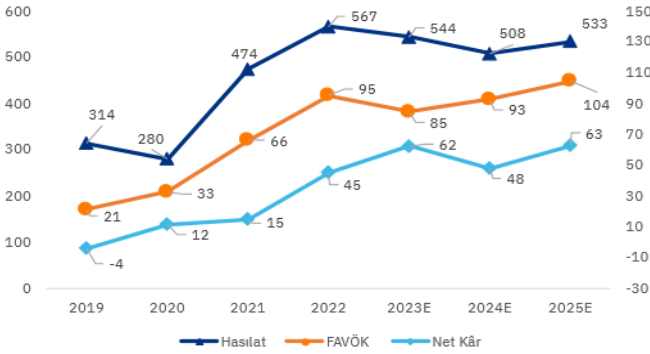
Çelik endüstrisi döngüsel bir yapıya sahiptir ve kârlılık büyük ölçüde global fiyatlara ve ürün/hammadde fiyat makaslarına bağlıdır. Sektör düşüş döngüsündeyken, çelik üreticilerinin çoğunun kârlılıkları baskılanmaktadır. Buna karşın Kocaer Çelik'in son kullanıcıya yönelik benzersiz üretim özellikleri ve şekilleri ile üretim yapabilme becerisi, daha güçlü kâr marjlarını korumasını sağlayarak karlılık makaslarını daha az volatil hale getirmektedir. Çelik sektörünü çevreleyen düşük büyüme ve aşağı yönlü döngü beklentilerine rağmen, 2024 yılında katma değerli ürünlerin daha yüksek payıyla (2023T: %43, 2024T: %47) 2023 yılına paralel bir satış hacmi öngörüyoruz. Güçlü sipariş görünümü dikkate alındığında, 2024 yılı için ton başına FAVÖK beklentimiz yıllık %9,8 büyüme ile 164 dolar'dır.

Bu beklentimizi, iki fabrikanın 2024 yılında tamamlanacak olan modernizasyonunun vereceği katkıya ve katma değerli ürünlere olan talebin yüksek olduğu pazarlardaki genişleme stratejisine dayandırıyoruz. Bu faktörlere ek olarak; derinleşen bir ekonomik durgunluk durumunda, yenilenebilir enerji, enerji iletimi ve altyapı gibi endüstrilerdeki talebin, inşaat gibi katma değeri düşük çelik talep eden sektörlerle kıyasla daha dayanıklı olmasını; dolayısıyla Kocaer Çelik'in satış tonajlarındaki baskının sınırlı olacağını düşünüyoruz.

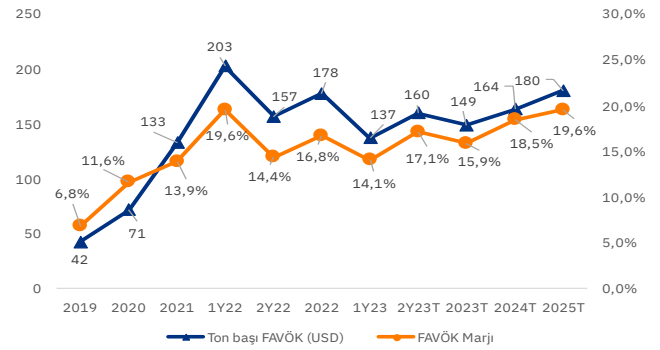
Son olarak, yeni iştirak Kocaer Enerji'nin devreye girmesinin de firmanın defansif niteliğini geliştirmesini bekliyoruz. Yeni jeotermal enerji santralinde üretilecek kapasitesinin firmanın enerji tüketimini tamamen karşılaması beklenirken, önemli bir kısmının ise satılması planlanıyor. Yeni jeotermal enerji santralının 2024 ve 2025 yıllarında 50mn dolar yatırım ihtiyacı yaratması beklenmekle birlikte, tesisin 2026 yılında faaliyete geçmesi öngörülüyor. Kocaer Enerji'nin, 24MW jeotermal enerji kapasitesi ile, firmanın cirosuna yıllık ~10mn dolar ve enerji ihtiyacının iç kaynaklardan karşılanacak olması sebebiyle ton başına FAVÖK'e 20 dolar katkı ile segment brüt marjına %2'lik pozitif etki göstereceğini öngörüyoruz. Santralin yer aldığı bölgenin, emsaller göz önüne alındığında güçlü jeotermal enerji kaynağı vaat etmesi nedeniyle üretim kapasitesinin uzun vadede artabileceğine inanıyoruz. Böylece, artış potansiyeli olan kapasitesi ve YEKDEM Sistemi'nin dolar cinsinden 15 yıllık satın alma garantisi ile enerji segmentinin ileriye dönük olarak önemli ölçüde büyüebileceğine inanıyoruz.

**Kocaer Çelik'in 1Y23'te gösterdiği güçlü finansal performansın ton başına daha güçlü FAVÖK ve daha yüksek satış hacmi ile devam edebileceğine inanıyoruz.** Kocaer Çelik'i çelik üreticileri arasındaki defansif özelliklerine, güçlü büyüme potansiyeline ve emtia döngülerine daha dayanıklı şekilde; mühendislik gereksinimi yoğun ürünlerine dayanarak çelik endüstrisi içinde potansiyeli yüksek bir seçim olarak değerlendiriyoruz.

Görsel 1: Dolar bazında Ciro - FAVÖK - Net Kâr



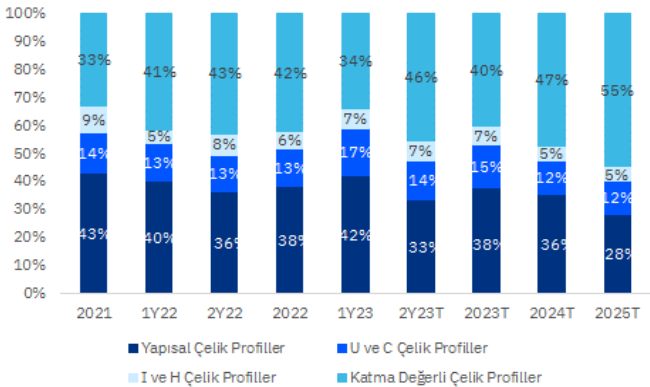
Görsel 2: Ton başı FAVÖK ve FAVÖK marjı



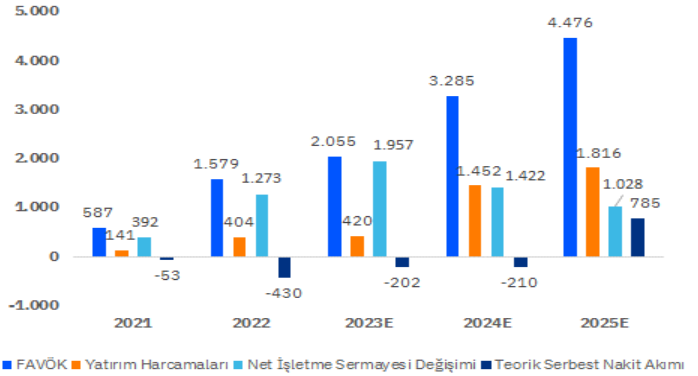
Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

Görsel 3: Ürün bazında satış kırılımları



Görsel 4: FAVÖK ve Serbest Nakit Akımları



Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

## PAZARA GENEL BAKIŞ

Çelik sektörü döngüsel olmakla birlikte ekonomik büyüme zamanlarında sektör oyuncularını daha iyi kârlılık elde etme eğilimindedir, ancak ekonomik daralmalar sırasında ise azalan kârlılıkla karşı karşıya kalmaktadır. Çin'in sektörde önemli bir paya sahip olduğu göz önüne alındığında, Çin ekonomik görünümü hem çelik hem de hammadde fiyatlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Ürün makasları, arz ve talep arasındaki dengenin yönlendirdiği hâkim piyasa koşullarını yansıtmakta ve kârlılık düzeyi de aynı şekilde, satış fiyatları ve birim maliyetler arasındaki denge ile şekillenmektedir.

## Çin Çelik Pazarına Genel Bakış

**Ülke çapında kapanmalar nedeniyle Çin ekonomisinde kayda değer bir yavaşlama ile, Çin çeliğine olan talep hem 2021 hem de 2022'de daraldı.** İnşaat sektöründe 2021 yılında zaten gözlenen olumsuz eğilim, 2022 yılında daha da belirginleşti ve gayrimenkul alanındaki temel göstergeler önemli düşüşler gösterdi. Özellikle, yeni başlatılan projelerde bir gösterge olan taban alanında yıllık bazda ~%39'luk önemli bir düşüş yaşandı ve gayrimenkul yatırımları yıllık bazda ~%10 oranında azaldı. Bu, gayrimenkul yatırımlarında iki yıl arka arkaya düşüşün son 25 yıldaki ilk örneği oldu. Bu keskin düşüşlerin 2023-2024 döneminde de inşaat faaliyetleri üzerinde baskı oluşturması bekleniyor.

Bununla birlikte, sektöre destek sağlamaya yönelik hükümet önlemleri nedeniyle hafif bir toparlanmanın 2023'ün ikinci yarısında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Gayrimenkul sektöründeki toparlanmanın 2024 yılında da devam edeceği tahmin edilirken, ılımlı bir büyüme ile karakterize edilmesi bekleniyor. Bu süreçte; altyapı yatırımları, devlet desteğinin bir sonucu olarak ~%9'luk kayda değer bir artış yaşadı. Bununla birlikte, bu destek esas olarak su temini sistemleri, telekomünikasyon ve lojistik gibi daha az çelik gerektiren alanlarda yoğunlaştı. Önümüzdeki yıl, altyapı sektörü 2022'nin sonuna doğru başlatılan projelerden faydalanmaya devam edebilir ancak, projelerin devamı gelmezse 2024'te daha düşük bir büyüme görebileceğimizi düşünüyoruz.

**Tüm olumsuz faktörlere rağmen, çoğunlukla Asya, Orta Doğu ve Afrika'dan gelen güçlü talep koşulları, ürün stoklarının kontrol altında kalmasına yardımcı oluyor ve çelik fabrikalarının faaliyetlerine devam etmelerine izin veriyor.** Çin'in 2023'te 2016'dan bu yana en fazla çeliği ihraç etmesi muhtemel gözüküyor. Bunun sebebi esas olarak diğer ülkelerdeki yüksek enerji maliyetlerinden dolayı Çin fiyatlarının rekabetçi oluşu, Çin'deki zayıf talep ve zayıf Çin Yuan'ıdır (CNY, USD karşısında yılbaşından bu yana ~%6 oranında değer kaybetti). Ülkenin ihracatının 2023 yılında ~75-80mn tona yaklaşması bekleniyor. Çin'in güncel ekonomi görünümü ve sektör oyuncularının hamleleri bize göre Türkiye'nin çelik sektörünü doğrudan ve dolaylı olarak olumsuz etkilemektedir. (Aşağıya bakınız; Türkiye Çelik Piyasasına Genel Bakış)

Son olarak, çoğunlukla yukarıdaki nedenlerden dolayı, demir cevheri fiyatları, Çin hükümeti tarafından alınan çeşitli önlemlere rağmen, 100 dolar/mt civarında seyrederek hala baskı altındadır. Demir cevheri fiyatlarının 2023'ün ikinci yarısında 95 dolar/mt civarında seyredeceğini varsayıyoruz.

## Avrupa Çelik Pazarına Genel Bakış

**2022'nin dördüncü çeyreğinde, çelik kullanımında %19,3'lük önemli bir düşüş yaşandı.** Bu düşüş, 3Ç22'de yaşanan ~%5'lik düşüşü takip etti ve bu da tarihsel olarak kaydedilen en düşük ikinci seviyeye olan toplam 29,6 milyon tonluk bir 2022 yılı hacmiyle sonuçlandı. Daha düşük olduğu tek zaman, COVID-19 salgınının fabrikaların ve sanayi tesislerinin kapanmasına yol açtığı ve 28,6 milyon ton çelik tüketimine neden olduğu 2020 yılıydı. Çelik talebinde devam eden düşüşü yansıtan yarı mamul ürünler de dahil olmak üzere AB çelik ithalatı 2022'nin dördüncü çeyreğinde %32,5'lik önemli bir daralma yaşadı. Bu, 3Ç22'deki %17,2'lik düşüşü takip etti ve yıllık %6,6'lık düşüşle sonuçlandı. 2022'nin son iki çeyreğinde ithalattaki düşüşlerin öncelikle mevcut zayıf talep koşullarından kaynaklandığını belirtmekte fayda var.

**Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin getirdiği zorluklara ve artan enerji maliyetlerine rağmen, AB'nin çelik kullanan endüstrileri beklenmedik bir esneklik göstererek büyüme yörüngesini korudu ve toparlanma sinyalleri verdi.** Çelik Ağırlıklı Sanayi Üretimi endeksi (SWIP), 2022'nin ikinci yarısındaki %3,7'lik artışla önceki %2,5'lik artışın ardından tekrar iyileşme gösterdi. 2023'ün ilk çeyreğindeki olumlu görünüm, otomotiv, makine ve ulaştırma gibi sektörlerdeki son derece olumlu gelişmelerin yanında, ev aletleri, tüp ve metal eşya alanlarındaki üretimdeki düşüşle dengelendi. İnşaat sektörü neredeyse yatay kaldı (+%0,1) ancak 2023 yılının özellikle ikinci yarısında sektörün ekonomik bir düşüş dönemine gireceği tahmin ediliyor. Olumlu eğilim, özellikle 2022'nin ikinci yarısında çelik kullanan sektörlerdeki toplam üretim faaliyetini negatif etkileyen ve üretim maliyetlerini artıran yüksek enerji fiyatlarına, bileşen kıtlığına ve düşük üretime rağmen sürüyor.

## Türkiye Çelik Pazarına Genel Bakış

**Türkiye Çelik Üreticileri Birliği (TÇÜD) tarafından yapılan açıklamaya göre, Türkiye'nin ham çelik üretimi temmuz ayında bir önceki yıla göre ~%8 artarak 2,9mn mt'ye yükselirken, 8A23'te bir önceki yıla göre ~%13 azalarak 18,8mn mt'ye geriledi.** Temmuz ayı sonuçları, Türkiye'nin çelik üretiminin son 14 ayda ilk kez artması açısından dikkat çekicidir. 8A23 verilerinin bir diğer önemli noktası ise ihracat-ithalat karşılaması oranının geçen yılın aynı dönemdeki ~%93'ten ~%48'e gerilemesidir. Dramatik düşüşün arkasındaki ana neden, Çin'den yapılan filmaşın ithalatının dikkate değer artışıdır. Bu durum sektörün 8A23 itibarıyla ~%40 civarında önemli ölçüde düşük bir kapasite kullanım oranı göstermesiyle sonuçlanmıştır. Çin'deki emlak sektörü çöküşünün ardından, ülkenin Türkiye de dahil olmak üzere tüm dünyaya ithalatını artırdığını hatırlamakta fayda var. Çin'den yapılan ithalat 8A23'te bir önceki yıla göre ~%84 oranında artış göstermiş olup (sadece Çin'den değil, Rusya, Malezya, Mısır vb ülkelerden de) oldukça düşük bir ihracat-ithalat oranı ile sonuçlanmıştır. Bu durumun Türkiye'nin bütçe açığı üzerinde de seyretilici bir etkiye sahip olduğunu söyleyebiliriz. Çelik üretim kapasitesi güçlü olan diğer ülkelerde devlet teşvikleri ve düşük fiyatlı enerji tahsisleri, Türkiye'nin çelik üreticilerinin ihracatı üzerinde baskı oluşturmuş ve bize göre ithalatın artmasına neden olmuştur.

## Dünya Çelik Endüstrisinin Kocaer Çelik'e Potansiyel Etkileri

### Sektörde kısa zamanda bir yükseliş döngüsü beklemesek de 2023'ün ikinci yarısı ve 2024'ün ilk yarısında pozitif normalleşme temel senaryomuzdur.

Temel senaryomuzdan bağımsız olarak, katma değerli ürün portföyü ile Kocaer Çelik'in defansif iş yapısının da finansallarını desteklemesi muhtemeldir. Bu durum hisse senedi fiyatlarında emsallerine göre daha olumlu bir performans ile sonuçlanabilir. Diğer taraftan, 2023 yılının ikinci yarısı Kocaer Çelik için yüksek fiyatlar veya güçlü makaslar açısından olmasa da satış hacmi açısından güçlü başlamıştır. 2023 yılının ilk yarısında, azalan talep ve fiyatlara rağmen, katma değerli ürün marjları sayesinde Kocaer Çelik benzerlerine kıyasla daha güçlü finansallar açıklamıştır. Son olarak genel sektör görünümü olarak; son gelişmeler umut verici olsa da çelik endüstrisinin bir yükseliş döngüsünden hala uzak olduğuna inanıyoruz. Yukarı yönlü normalleşme ile birlikte, benzersiz ürünlere sahip çelik üreticilerinin daha da iyi performans göstermesini bekliyoruz. Ek olarak, Kocaer Çelik'in hizmet verdiği başlıca endüstrilerin daha güçlü büyüme görünümü sunması firmanın büyüme potansiyeline olan inancımızı artırmaktadır.

## ŞİRKET'E GENEL BAKIŞ

**Kocaer Çelik'in ürünleri yapısal çelik profiller, U ve C şeklinde çelik profiller, I ve H şeklinde çelik profiller ve katma değerli çelik profiller olarak dört segment altında toplanabilir.** Yapısal çelik profiller en çok talep gören ancak en düşük marjlara sahip ürünlerdir. 2Ç23 itibarıyla, bu düşük spread ürünleri toplam satışların %43'ünü oluşturuyor.

### Görsel 5: Üretim Kapasiteleri

Kapasite (ton)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
A1 Fabrikası*	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
A2 Fabrikası	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
A3 Fabrikası	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
Çelik Servis Merkezi	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Galvanize Fabrikası	0	0	0	100.000	100.000	100.000
<b>Toplam Kapasite</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>
<i>Kapasite Kullanım Oranı</i>	<i>63,3%</i>	<i>57,0%</i>	<i>62,1%</i>	<i>66,7%</i>	<i>70,9%</i>	<i>70,9%</i>

\*Katma değerli ürünler 2023 öncesi A1 fabrikasında üretilirken, kapasite artırımı sonrası A1, A2 ve A3 fabrikalarının her biri katma değerli ürün üretebilecektir.

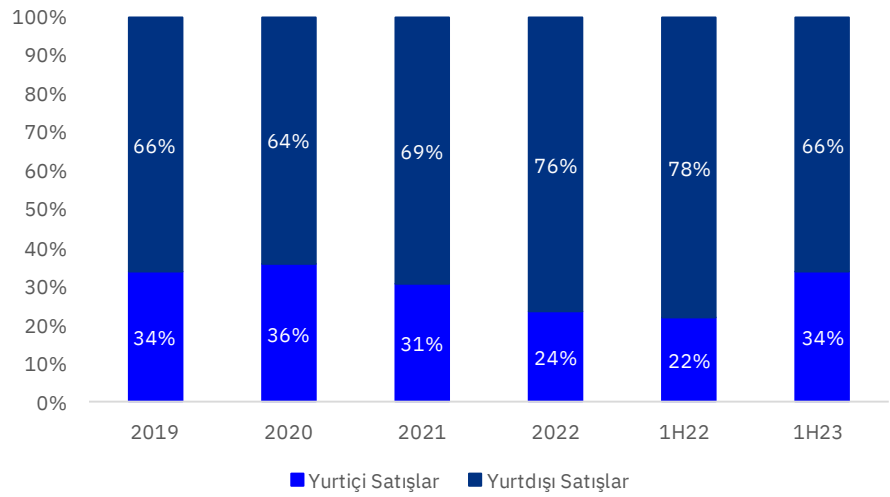
Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

U&C şekilli çelik profiller inşaat, tarım ve savunma sektörlerinde kullanılmaktadır. Bunlar, özel ihtiyaçlar için yüksek standartlara ve çeşitlendirmelere sahip ürünlerdir. 2Ç23 itibarıyla, U & C şekilli çelik profiller toplam satışların %17'sini oluşturmaktadır. I&H şekilli çelik profiller ise (2Ç23'de %7) genellikle altyapı ve otomotiv sektörlerinde kullanılmaktadır.

**Katma değerli çelik profiller, kütük veya bobinler gibi standartlaştırılmış çelik ürünlerin aksine, müşterilerin özel gereksinimlerine ve spesifikasyonlarına göre üretilmektedir.** Müşteri talebini karşılamak için profilleri şekillendirme süreci büyük ölçüde mühendislik uzmanlığına dayanmaktadır. Ek olarak, bu ürünlerin kârlılığı ve fiyatları, Kocaer Çelik tarafından geliştirilen özelleştirilmiş tasarımların şekil ve özelliklerine göre de farklılık göstermektedir. Ürünlerin yoğun ekspertiz gereksinimi, Kocaer Çelik'i bir mühendislik firması olarak konumlandırmaktadır. Bu nedenle, Şirket bu tür ürünleri esas olarak belirli tipte çelik profiller sipariş etme eğiliminde olan müteahhitlik, altyapı, enerji, madencilik sektörlerindeki şirketlere satmaktadır.

**Dağıtım kanalı olarak hizmet veren "Kocaer Steel UK" ve "Yağız Nakliyat A.Ş." olmak üzere iki iştiraki bulunan Şirket, 6 kıtada 140 ülkeye ihracat yapmaktadır.** 2023'ün ilk yarısı itibarıyla, Şirket gelirlerinin yaklaşık %66'sının ihracata yönelik olduğu ve gelirlerin yaklaşık %95'inin yabancı para birimleri cinsinden olduğu görülmektedir. İştirakler, lojistik güvenliği ve verimliliği artırarak firmayı emsallerinden ayırmaktadır. Ayrıca liman ve depolama merkezi ile Kocaer Steel UK, İngiltere'de çelik stoklama ve servis yaparak firmaya uluslararası bilinirlik ve rekabet avantajı sağlamaktadır. Diğer Avrupa ülkelerinde ve/veya denizaşırı ülkelerde yapılacak olası yatırımlar Şirket için daha fazla fayda sağlayabilir. Bu aşamada, Şirket'in başka ülkelerde bir liman kurmak için olgunlaşmış bir girişimi olmamakla beraber Şirket'in uzun vadede çeşitli pazarlarda daha fazla pozisyon almayı hedeflediğini hatırlatmak isteriz.

**Görsel 6: Satış Kırılımları / Bölge Bazında**



Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

## ŞİRKET'İN DÖNÜM NOKTALARI

1984 yılında Denizli'de kurulan Kocaer Çelik, olumlu ekonomik büyüme projeksiyonları ve Türk çeliğinin küresel sahnede tanınmasıyla desteklenen talep artışı sırasında, üretim kapasitelerini genişletmek için stratejik bir karar aldı. 1996 yılında üretimini İzmir'in Aliğa ilçesine taşıyan şirket, stratejik olarak kendisini limanlara ve tedarikçilere yakın bir bölgede konumlandırdı. Bu hamle, 32.500 m2'lik geniş bir alana yayılan ve 300.000 tonluk önemli bir üretim kapasitesine sahip olan ilk tesisi A1'in kurulmasının yolunu açtı.

A1 fabrikası öncelikle ağır ve orta kesit profillerin üretimine odaklanırken daha sonra, 2008 yılında şirket, orta ve hafif kesitli profillerin üretimi için özel olarak tasarlanmış 300.000 ton kapasiteli A2 tesisini operasyonlarına dahil etti. Kapasite artışı, 2017 yılında hafif kesit profillerinin üretiminin yapılacağı A3 tesisinin eklenmesiyle devam etti. Üretim kapasitesine yaptığı yatırımlarının ardından Kocaer Çelik, odağını ürün çeşitliliğini geliştirmeye, daha uzmanlaşmış ve katma değerli ürün üretmeye kaydirdi.

Şirket, 2015 yılında Türkiye'nin ilk çelik Ar-Ge Merkezi'ni kurdu. Bu önemli dönüm noktasını, 120.000 ton kapasiteli bir Çelik Servis Merkezi'nin kurulması ve 2022 yılında bir galvanizleme fabrikasının kurulması izledi. Bu stratejik girişimler, Kocaer Çelik'in inovasyon ve büyümeyi hedefleyen bir endüstri lideri olarak konumunu daha da sağlamlaştırdı.

### Görsel 7: Dönüm Noktaları



Kaynak: Şirket verileri

**Katma değerli profil üretimi, güneş paneli çelik profil üretimi artışıyla 2021 yılında hızlandı.** Şirket güneş paneli çelik profilleri, madencilik ve tünel çelik profilleri ve enerji nakil hattı profilleri gibi çeşitli katma değerli ürün gruplarına sahiptir. Bu ürünler diğer ürünlere kıyasla yüksek kârlılıkları, daha karmaşık mühendislik ve özel uzmanlık önkoşulları nedeniyle öne çıkmaktadır. Bölgesel satış dağılımı açısından baktığımızda ise, ihracatın önemli kısmı Kuzey Amerika'ya yönlendirilse de Avrupa'da yeni yerler de hedefleniyor. Ayrıca Çelik Servis ve Ar-Ge merkezlerinin üretimleri ile uzun vadede katma değerli ürünlerin payının artması, daha yüksek ton başı FAVÖK, dolaylı olarak da daha güçlü marjlar elde edilmesini bekliyoruz. Sonuç olarak artmasını beklediğimiz hisse başı kâr ile Şirket için uzun vadede daha güçlü temettü potansiyeli de oluşabilir.



## FİNANSAL GÖRÜNÜM

**Kocaer Çelik, 2023 yılının ilk yarısında net kârını bir önceki yıla göre %141 artırdı.** Kocaer Çelik, 2023 yılının ilk yarısında Türk demir çelik sektöründe yaşanan ciddi daralmaya rağmen bir önceki yıla göre toplam satış hacminde yaklaşık %3 gibi sınırlı düşüşle toplam ~269bin ton çelik profil satışı gerçekleştirmiştir. Yılın ilk yarısında Türkiye'nin ham çelik üretimindeki ~%16'lık daralma ve toplam ihracat hacmindeki ~%47'lik düşüşün aksine, Kocaer Çelik'in toplam net satış gelirleri 2023 yılının ilk yarısında bir önceki yıla göre ~%21 artarak 5,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirketin yurt içi ve yurt dışı satış gelirleri yılın ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla ~%87 ve ~%3 oranında artış göstermiştir.

Türkiye, 2022 yılı boyunca enerji maliyetlerinde küresel eğilimlerle uyumlu olarak kayda değer bir artış yaşadı. Enerji maliyetlerindeki artış, özellikle yılın ikinci yarısında daha belirgin hale geldi. Buna ek olarak, hurda ve demir cevheri fiyatları dalgalandı ve işçilik maliyetlerinde de önemli artışlar görüldü. Sonuç olarak, 2023 yılının ilk yarısında, enerji ve işçilik giderlerinin toplam üretim maliyetleri içindeki oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre önemli bir artış göstermiş ve Şirket, 2023 yılının ilk yarısında bir önceki yıla göre %13 azalışla (USD bazında %34) 739mn TL FAVÖK ve 5.5 yüzdelerlik puan azalışla %14,1 FAVÖK marjı elde etmiştir.

**Ciro hem geleneksel hem de katma değerli ürünler üreten A2 fabrikasının bir aylık bakım kapanışına rağmen 2022'nin ilk yarısına kıyasla dolar bazında %8'lik düşüş göstermiştir ancak genel sektör görünümüne kıyasla bu sonucu göreceli olarak güçlü olarak yorumluyoruz.** 2Ç23'de brüt kâr marjı maliyetler üzerindeki kontrolün artışına ve katma değerli ürün satışlarına bağlı olarak; (A1 ve A2 fabrika genişlemeleri ile daha da artması bekleniyor) devam eden olumsuz makroekonomik görünüme rağmen ~400 baz puan artış gösterdi.

**2Ç23'te ciro, bir önceki yılın aynı dönemine göre %5 artışla 2,6 milyar TL'ye gerilerken, brüt kâr marjı 1Ç23'teki %16,4'ten %20,4'e yükseldi.** FAVÖK, 1Ç23'e göre %29 artarak %16,2 marjla 416mn TL olarak raporlandı. Net kâr marjı, güçlü operasyonel kârlılık ve döviz kuru farklarından elde edilen diğer gelirler nedeniyle çeyreksel olarak 16,5 yüzdelerlik puan arttı. Net finansman giderleri, yüksek borçlanma maliyetlerine paralel olarak ~%25 artarak 104mn TL'ye yükseldi. Bu doğrultuda 1Y23'te net finansman giderleri 186mn TL'ye ulaştı, ki bu da 1Y22'de kaydedilen 497mn TL'den oldukça düşüktür.

Sonuç olarak, Şirket'in net kârı bir önceki yıla göre %150 artarak 592mn TL'ye yükselmiştir. Önemli miktarda sermaye harcaması ve operasyonlardaki yavaşlamaya rağmen; etkin finansal yönetimin bir sonucu olarak net borcun FAVÖK'e oranı sınırlı bir artışla 1,3x'e (Mart 2023: 0,8x – Haziran 2022: 0,8x) ulaşmıştır. Zira, 2023 yılının ilk yarısında sermaye harcamalarının bir önceki yılın aynı döneminde kaydedilen 134mn TL'den 307mn TL'ye çıkmıştır.

Son olarak, Şirketin net işletme sermayesi ihtiyacının Haziran 2023 itibarıyla esas olarak daha yüksek ticari alacak günleri ve daha yüksek stok seviyesi kaynaklı olarak ~%20'lik normal seviyesinden ~%35'e yakınsadığını görüyoruz. Alacak vadelerinin artış eğilimi konusunda daha muhafazakâr bir yaklaşıma sahip olmak için finansal modelimizde daha yüksek bir net işletme sermayesi ihtiyacı varsayımı uyguladık. (Raporun Değerleme bölümüne bakınız; sf.10-11)

## YATIRIMLAR

**Kocaer Çelik, 2019-2021 yılları arasında 50 milyon dolar tutarında sermaye harcamasını tamamlayarak 800 bin ton üretim kapasitesine ulaşmıştır.**

Şirketin devam eden yatırım planları arasında A1 ve A2 tesislerinin modernizasyonu ve yurtdışında açılması planlanan yeni Çelik Servis Merkezleri yer alıyor. Şirket'in mevcut yatırım stratejisi, yenilenebilir enerji yatırımlarını artırmak ve yeni katma değerli ürünler hedeflemektir. Bu stratejiye paralel olarak, Aliğa'daki üç tesis, galvaniz fabrikası ve Çelik Servis Merkezi, çatı üstü güneş panelleri ile donatılmıştır. Bu paneller Şirket'in toplam enerji tüketiminin ~%33'ünü karşılamaktadır. Tüm tüketimi karşılamak için gerekli miktar olan 45 MW'ın jeotermal enerji santrali yatırımıyla beraber elde edilmesi bekleniyor.

**Yeni iştiraki Kocaer Enerji'nin kurulmasıyla Şirket, jeotermal enerjiye odaklanırken fazla kapasitenin en iyi fiyat ile satılması amacıyla 15 yıllık alım garantisi veren YEKDEM kapsamından faydalanmayı hedeflemektedir.**

Yeni jeotermal enerji tesisinin, satışa olanak sağlayan önemli miktarda fazla kapasiteye sahip olmasını ve bir yandan da firmanın toplam enerji tüketimini karşılamasını bekliyoruz. Operasyonel maliyetleri azaltırken, fazla kapasiteden yapılacak herhangi bir satış, operasyonel marjları daha da destekleyecektir. Beklentilerimize göre, Kocaer Enerji, 24MW jeotermal enerji üretimi tahmini ile firmanın cirosuna yıllık ~10mn USD katkıda bulunabilir. Ek olarak Kocaer Çelik, A1 ve A2 fabrikalarının yeni makine ve teknolojilerle modernizasyonu ile katma değerli ürünlerin payını daha da artırmayı, dolayısıyla şirketin küresel rekabet gücünü, marjlarını ve ihracat gelirlerini artırmayı hedeflemektedir.

## DEĞERLEME

Kocaer Çelik'i %42 getiri potansiyeline işaret eden 36,71 TL/hisse adil fiyat hesaplamamızla kapsamımıza alıyoruz. Katma değerli ürünlerin ağırlığında devamlı bir büyüme ile 2025'te %55'e, 2028'de %65'e ve 2032'de %70'e ulaşacağını varsayıyoruz. Katma değerli çelik profillerin payındaki her ~%5'lik artış için ton başına FAVÖK tahminimizi ~10 dolar artırıyoruz. Kocaer Çelik'in 2021 yılında %33 olan katma değerli ürünlerin payını 2022 yılında %42'ye çıkarmayı başardığını ve bu dönemde ton başına FAVÖK'ün (LFL) ~50 dolar tutarında artış gösterdiğini düşünürsek, varsayımımız geçmiş verilere göre oldukça muhafazakardır. Buna göre, ton başına FAVÖK tahminimiz 2025 yılında 180 dolar, 2028 yılında 221 dolar ve 2032 yılında 232 dolar olarak şekillenmiştir. (Bir sonraki paragrafa da bakın). Ayrıca, Şirket yönetimine göre katma değerli ürünlerin ağırlığının 2026 yılında %75'e ulaşmasının beklendiğini de hatırlatmak isteriz. Bu nedenle, ton başına FAVÖK varsayımlarımız ve dolayısıyla FAVÖK marjı varsayımlarımız yukarı yönlü risk taşımaktadır.

Ayrıca, Kocaer Enerji tarafından planlanan jeotermal enerji yatırımı (24MW) nedeniyle 2026 yılına kadar 50mn dolar tutarında ek bir yatırım harcaması varsayımımız bulunmaktadır. Yatırımın ardından, üretilen enerjinin ~%60'ının Şirket tarafından kullanılacağını ve kendi enerji ihtiyacının karşılamasının yaklaşık 2 yüzdelik puan brüt marj artışı ile sonuçlanacağını varsaydık. (Elektrik maliyetlerinin toplam satış maliyetinin ~%4'ünü, toplam maliyetlerin ise gelirlerin ~%80'ini oluşturduğunu göz önünde bulundurarak) Bu durumda; enerji segmentinin faaliyete geçmesi beklenen 2026 figürlerinde uygulanan ton başına FAVÖK normal seviyenin ~20 dolar üzerinde şekillenmiştir.

Şirket'in 2Ç23 finansallarındaki işletme sermayesinde tarihsel dönemlere göre daha yüksek bir net işletme sermayesi ihtiyacı oluşmasına paralel olarak benzer durumun 2024 yılında da devam edeceğini öngördük ve daha muhafazakâr bir yaklaşıma sahip olmak için finansal modelimizde tarihsel rakamlardan daha yüksek bir net işletme sermayesi ihtiyacı uyguladık. Alacak tahsil günlerinde 75 gün, stok çevrim sürelerinde 80 gün ve ticari borç ödeme günlerinde 35 gün varsayımlarımızla, net işletme sermayesi ihtiyacının satışlara oranının ~%30 olacağını varsaydık (Son 3 yılın ortalaması %18). Net işletme sermayesi beklentilerimizin muhafazakâr olduğunu göz önünde bulundurarak, beklentimizden iyi yönetilen net işletme sermayesi modelimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturabilir. Ek olarak, satışların %3,25'i oranında "bakım yatırım harcaması" varsayımımız bulunuyor.

Öte yandan, enerji operasyonlarının %80'lik bir FAVÖK marjına sahip olacağını ve yıllık ~10mn dolar ciro katkısı vereceğini varsayıyoruz. Enerji operasyonlarının, jeotermal enerji üretimi için yüksek potansiyel barındıran bir coğrafyada yer aldığını ve bölgedeki emsallerin çok daha yüksek kapasite ile çalıştığını da hatırlatmak isteriz. Bu nedenle, model varsayımımızın potansiyel kapasite artışlarını da göz önünde bulundurarak muhafazakâr olduğunu düşünüyoruz.

### Görsel 8: Kocaer Çelik - İNA Değerleme Analizi

(TL mn)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
<b>Hasılat</b>	<b>1.782</b>	<b>1.966</b>	<b>4.216</b>	<b>9.418</b>	<b>12.922</b>	<b>17.774</b>	<b>22.882</b>	<b>28.391</b>	<b>33.516</b>	<b>39.045</b>	<b>45.379</b>	<b>52.381</b>	<b>60.062</b>	<b>68.722</b>
<i>Büyüme (%)</i>	<i>10,4%</i>	<i>114,5%</i>	<i>123,4%</i>	<i>37,2%</i>	<i>37,5%</i>	<i>28,7%</i>	<i>24,1%</i>	<i>18,1%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,4%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>
<b>FAVÖK</b>	<b>121</b>	<b>229</b>	<b>587</b>	<b>1.579</b>	<b>2.055</b>	<b>3.285</b>	<b>4.476</b>	<b>6.627</b>	<b>7.804</b>	<b>8.946</b>	<b>10.231</b>	<b>11.721</b>	<b>13.222</b>	<b>14.882</b>
<i>Marj (%)</i>	<i>6,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,9%</i>	<i>16,8%</i>	<i>15,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,6%</i>	<i>23,3%</i>	<i>23,3%</i>	<i>22,9%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,0%</i>	<i>21,7%</i>
FVÖK	85	187	536	1.512	1.938	3.103	4.240	6.337	7.464	8.555	9.781	11.207	12.637	14.219
Kaldıraçsız Vergiler	17	37	107	333	485	621	848	1.267	1.493	1.711	1.956	2.241	2.527	2.844
<i>Teorik Etkatif Vergi Oranı (%)</i>	<i>20%</i>	<i>20%</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>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
<b>VSNİK</b>	<b>68</b>	<b>150</b>	<b>429</b>	<b>1.179</b>	<b>1.454</b>	<b>2.482</b>	<b>3.392</b>	<b>5.070</b>	<b>5.972</b>	<b>6.844</b>	<b>7.824</b>	<b>8.965</b>	<b>10.110</b>	<b>11.375</b>
<i>VSNİK Marjı</i>	<i>4%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>
Yatırım Harcamaları	69	29	141	404	420	1.452	1.816	922	1.089	1.268	1.474	1.701	1.951	2.232
Amortisman	36	42	51	67	117	182	236	290	340	392	450	515	585	662
Net İşletme Sermayesi Değişimi		7	392	1.273	1.957	1.422	1.028	1.434	1.414	1.538	1.764	1.944	2.145	2.422
<b>Teorik Serbest Nakit Akımı</b>	<b>35</b>	<b>155</b>	<b>-53</b>	<b>-430</b>	<b>-202</b>	<b>-210</b>	<b>785</b>	<b>3.003</b>	<b>3.808</b>	<b>4.429</b>	<b>5.036</b>	<b>5.835</b>	<b>6.598</b>	<b>7.384</b>
<small>*2023 yılı için 1Y23 itibarıyla gerçekleşen borçlanma maliyetinin üst bandı, gelecek yıllar içinse teorik borçlanma maliyeti kullanılmıştır. Şirket'in, ihraçatçılara yönelik; piyasa ve risksiz faiz oranı varsayımından daha düşük faiz oranlarıyla kredi erişimi bulunmaktadır.</small>														
Borç/Özsermaye	86%	77%	65%	38%	35%	36%	30%	22%	16%	12%	9%	7%	5%	4%
Efektif Vergi Oranı					25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Rikssiz Faiz Oranı					35,0%	40,0%	22,5%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
Risk Primi					7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Özkaynak Maliyeti					42,0%	47,0%	29,5%	19,5%	17,0%	16,5%	16,0%	15,5%	15,0%	15,0%
Borçlanma Maliyeti					19,6%	44,0%	27,0%	15,6%	12,5%	11,9%	11,3%	10,6%	10,0%	10,0%
<b>AOSM</b>					<b>32,4%</b>	<b>42,8%</b>	<b>27,1%</b>	<b>18,0%</b>	<b>15,9%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,0%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,7%</b>
İskonto Faktörü				100%	76%	53%	42%	35%	30%	26%	23%	20%	17%	15%
<b>Net Bugünkü Değer</b>					<b>-76</b>	<b>-111</b>	<b>327</b>	<b>1.059</b>	<b>1.159</b>	<b>1.165</b>	<b>1.149</b>	<b>1.157</b>	<b>1.141</b>	<b>1.114</b>
SNA'nın Net Bugünkü Değeri (TL mn)	8.084													
Sonsuz Büyüme Oranı	8,0%													
Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri (mnTL)	17.953													
Operasyonların Net Bugünkü Değeri (mnTL)	26.037													
Net Borç (mnTL) (Haz23)	1.877													
Azınlık Payları (mnTL)	19													
<b>İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri (TL mn)</b>	<b>24.141</b>													
Piyasa Değeri (mnTL)	17.018													
<b>Hisse Başı Adil Değer (TL)</b>	<b>36,71</b>													
Hisse Fiyatı (TL)	25,88													
<b>Potansiyel Getiri</b>	<b>42%</b>													

SNA'nın Net Bugünkü Değeri (TL mn)	8.084
Sonsuz Büyüme Oranı	8,0%
Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri (mnTL)	17.953
Operasyonların Net Bugünkü Değeri (mnTL)	26.037
Net Borç (mnTL) (Haz23)	1.877
Azınlık Payları (mnTL)	19
<b>İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri (TL mn)</b>	<b>24.141</b>
Piyasa Değeri (mnTL)	17.018
<b>Hisse Başı Adil Değer (TL)</b>	<b>36,71</b>
Hisse Fiyatı (TL)	25,88
<b>Potansiyel Getiri</b>	<b>42%</b>

Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

## ÇARPAN ANALİZİ / BENZER ŞİRKETLER

Kocaer Çelik'in benzer şirketler analizi aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Kocaer Çelik'in, çelik sektöründeki çoğu firmaya göre daha fazla katma değerli ürün portföyü sunması ve aynı zamanda enerji sektöründe de faaliyet gösterecek olması nedeniyle, Şirket'in sektöründe benzersiz olduğuna inanıyoruz.

Ürün portföyü ve son dönemdeki enerji sektörü yatırımları sayesinde daha defansif bir bilançoya sahip olan ve makroekonomik koşullara karşı daha az kırılgan olan Kocaer Çelik'in, özellikle 2Ç23 sonuçlarının ardından hisse fiyatlamasında olumlu bir hava gözlemliyoruz. Bu nedenle, güçlü 2Y23 finansalları ve yaklaşan enerji yatırımlarına ilişkin beklentilerimiz doğrultusunda, hisse fiyatlamasına ilişkin mevcut olumlu havanın önümüzdeki çeyreklerde de devam edebileceğine inanıyoruz.

## Görsel 9: Çarpan Analizi

Benzer Şirketler Analizi				Güncel		2023T		2024T		2025T		
Şirket	Kod	Ürün Grupları	Mühendislik	Borsa	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K
ACERINOX SA	ACX SM Equity	Alaşımlar / Yassı / Uzun		Soc.Bol SIBE	5,13	10,35	3,81	5,48	4,35	6,67	4,20	6,24
APERAM	APAM NA Equity	Karbon Çelik / Kalıp	*	EN Amsterdam	4,32	6,65	6,19	8,21	4,52	6,55	3,85	5,25
ARCELORMITTAL	MT NA Equity	Hepsi	*	EN Amsterdam	3,96	5,07	3,52	4,81	3,72	5,29	3,45	4,60
BEKAERT NV	BEKB BB Equity	Tel / Fiber		EN Brussels	5,99	12,74	5,27	8,18	4,91	7,81	4,62	7,07
HYUNDAI STEEL CO	004020 KS Equity	HRC / Boru		Korea SE	5,44	9,97	4,56	5,49	4,32	5,23	4,31	5,02
OUTOKUMPU OYJ	OUT1V FH Equity	Paslanmaz / Bobin / Levha		Helsinki	2,11	2,47	2,80	6,22	3,05	7,27	2,90	6,55
SEAH BEESTEEL HOLDINGS CORP	001430 KS Equity	Döküm / Makine / Kalıp	**	Korea SE	6,30	8,35	4,49	4,53	4,48	4,37	4,46	4,44
SSAB AB-A SHARES	SSABA SS Equity	HRC / Levha		Stockholm	2,05	N/A	2,48	4,88	3,54	7,85	3,74	8,41
TERNIUM SA-SPONSORED ADR	TX US Equity	İnşaat / Altyapı		New York	3,54	6,51	3,03	5,45	3,22	6,46	3,11	6,58
THYSSENKRUPP AG	TKA GR Equity	Endüstriyel	*	Xetra	1,11	13,24	1,06	26,32	0,98	8,98	0,88	6,22
TUNG HO STEEL ENTERPRISE CORP	2006 TT Equity	Kütük / Çubuk / Profil / Tel	**	Taiwan	9,82	12,87	8,79	10,63	8,80	10,55	8,93	11,85
VOESTALPINE AG	VOE AV Equity	Çeşitli	*	Vienna	2,99	7,23	2,83	4,65	3,87	7,64	3,95	7,92
<b>Medyan</b>					4,14	8,35	3,67	5,48	4,10	6,97	3,90	6,40
<b>Ortalama</b>					4,40	8,68	4,07	7,90	4,15	7,06	4,03	6,68
Kocaer Çelik	KCAER TI Equity		**	Istanbul	12,84	14,18	9,00	8,03	5,95	10,15	4,32	6,31
<b>Prim/İskonto (Medyan)</b>							145%	47%	45%	46%	11%	-1%
<b>Prim/İskonto (Ortalama)</b>							121%	2%	43%	44%	7%	-6%

\* Şirketler sınırlı sayıda mühendislik ürünleri sunmaktadır.

\* Şirketler daha geniş yelpazede mühendislik ürünleri sunmaktadır.

Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg, Rasyonet

## Görsel 10 – Kocaer Çelik Finansalları

Gelir Tablosu (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.782	1.966	4.216	9.418	12.922	17.774	22.882
Satışların Maliyeti	-1.584	-1.651	-3.365	-7.256	-10.278	-13.678	-17.363
<b>Brüt Kar</b>	<b>198</b>	<b>315</b>	<b>852</b>	<b>2.163</b>	<b>2.644</b>	<b>4.095</b>	<b>5.519</b>
Faaliyet Giderleri	-113	-128	-315	-651	-706	-992	-1.279
<b>Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net</b>	<b>6</b>	<b>153</b>	<b>426</b>	<b>-108</b>	<b>581</b>	<b>533</b>	<b>343</b>
<b>Faaliyet Gelirleri</b>	<b>90</b>	<b>341</b>	<b>962</b>	<b>1.404</b>	<b>2.520</b>	<b>3.636</b>	<b>4.583</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>121</b>	<b>229</b>	<b>587</b>	<b>1.579</b>	<b>2.055</b>	<b>3.285</b>	<b>4.476</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	29	29	217	153	293	210
<b>Finansal Gelir, net</b>	<b>-132</b>	<b>-283</b>	<b>-810</b>	<b>-808</b>	<b>-886</b>	<b>-2.021</b>	<b>-1.602</b>
<b>Vergi Gideri</b>	<b>18</b>	<b>-5</b>	<b>-45</b>	<b>-57</b>	<b>-499</b>	<b>-423</b>	<b>-681</b>
<b>Net Kar</b>	<b>-23</b>	<b>82</b>	<b>135</b>	<b>756</b>	<b>1.496</b>	<b>1.693</b>	<b>2.724</b>
Azınlık Payları	0	0	3	5	15	17	27
<b>Net Kar</b>	<b>-23</b>	<b>81</b>	<b>133</b>	<b>751</b>	<b>1.481</b>	<b>1.676</b>	<b>2.697</b>
<b>Pay Başına Kazanç</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>Pay Başına Temettü</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

Büyüme Oranları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satış	a.d	10,4%	114,5%	123,4%	37,2%	37,5%	28,7%
FAVÖK	a.d	89,1%	156,6%	168,9%	30,1%	59,8%	36,3%
Net Kar	a.d	a.d	62,9%	466,6%	97,2%	13,1%	60,9%

Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım Araştırma

## Görsel 11 – Kocaer Çelik Finansalları

Bilanço (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	24	12	310	947	822	527	922
Ticari Alacaklar	188	219	522	1.292	2.655	3.652	4.702
Stoklar	282	270	626	1.545	2.284	3.040	3.376
Maddi Duran Varlıklar	492	641	1.139	2.717	3.020	4.290	5.869
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	80	76	17	7	10	17	22
Diğer Varlıklar	173	220	847	793	1.311	2.107	2.710
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.240</b>	<b>1.438</b>	<b>3.461</b>	<b>7.301</b>	<b>10.102</b>	<b>13.633</b>	<b>17.601</b>
Finansal Borçlar	815	863	1.759	2.010	2.306	3.053	3.253
Ticari Borçlar	160	171	438	854	999	1.330	1.688
Diğer Yükümlülükler	134	145	331	1.151	1.408	2.603	3.915
Özkaynaklar	132	258	929	3.276	4.251	5.510	7.608
<b>Net Borç / (Nakit)</b>	<b>791</b>	<b>851</b>	<b>1.449</b>	<b>1.062</b>	<b>1.484</b>	<b>2.526</b>	<b>2.331</b>

Nakit Akımlar Özeti (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
FVÖK	a.d	187	536	1.512	1.938	3.103	4.240
Amortisman	a.d	42	51	67	117	182	236
İşletme Sermayesi Değişimi	a.d	7	392	1.273	1.957	1.422	1.028
Efektif Vergi	a.d	5	45	57	499	423	681
Yatırım Harcamaları	a.d	29	141	404	420	1.452	1.816
<b>Serbest Nakit Akımları (SNA)</b>	<b>a.d</b>	<b>188</b>	<b>10</b>	<b>(155)</b>	<b>(821)</b>	<b>(13)</b>	<b>952</b>

\*Teorik kaldıraçsız vergi yerine efektif vergi kullanılması sebebiyle SNA tutarı, değerlendirme tablosundaki SNA'ya göre farklılık göstermektedir.

Finansal Göstergeler	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özsermaye Karlılığı	-17,7%	31,5%	14,3%	22,9%	34,9%	30,4%	35,4%
FAVÖK Marjı	6,8%	11,6%	13,9%	16,8%	15,9%	18,5%	19,6%
Net Kar Marjı	-1,3%	4,1%	3,1%	8,0%	11,5%	9,4%	11,8%
Net Borç / Özsermaye (x)	6,0	3,3	1,6	0,3	0,3	0,5	0,3
Net Borç / FAVÖK (x)	6,5	3,7	2,5	0,7	0,7	0,8	0,5
KV Borçlar / Toplam Borçlar	57,2%	53,5%	78,3%	82,5%	88,3%	85,8%	82,9%
Sermaye / Toplam Varlıklar	10,6%	18,0%	26,8%	44,9%	42,1%	40,4%	43,2%
Cari Oran (x)	0,8	0,8	1,0	1,2	1,5	1,4	1,3
<b>Nakit Kar Payı Ödemesi</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>

Kaynak: Şirket verileri, 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.