

Kardemir

“Çalkantılı küresel ortamda yeni denge arayışı”

Şirketin satış hacmi 2024'te yıllık %4,4 düşüşle 2,26 milyon tona geriledi. Satış kırılımında; %40,6 ile kütük, %25,4 ile nervürlü inşaat demiri ve %17,3 ile kangal öne çıkıyor. Tarifelerin yaratmış olduğu belirsizlik, yurt içinde yüksek faiz ortamının devam ediyor oluşu, ekonomik aktiviteye ilişkin endişeler ve talep koşullarındaki görünümü de dikkate alarak 2025'te 2,38 milyon ton, 2026'da 2,35 milyon tonluk satış hacmi öngörüyoruz. Şu anki belirsizlik ortamı sisli bir vadide yön bulmaya benziyor. Bu sisin dağılması ise zamanla netleşecek. Ancak önümüzdeki dönemde ABD-Çin arasındaki ilişkilerin pozitif yönde gelişebileceğine yönelik beklentiler, Çin'de üretimdeki kesinti planına dair netlik kazanacak ayrıntılar ve buna eşlik edecek teşvikler; yurt içinde enflasyon görünümündeki iyileşme eğilimine bağlı olarak faiz indirimlerine devam edilmesi ve kentsel dönüşüm projeleri ile inşaat aktivitesindeki iyileşme pozitif katalistler arasında yer alıyor. Kardemir için bu yılın son çeyreğindeki sınırlı toparlanmanın haricinde ortalama satış fiyatının 560 dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Küresel ekonomideki sis ortamının dağılması ve yukarıda belirtmiş olduğumuz potansiyel gelişmeler paralelinde 2026'da ortalama satış fiyatının %3,7 artışla 581 dolar seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda esas ürün gelirlerinin 2025'te 1,41 milyar dolar, 2026'da 1,45 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Kardemir için 2025 ve 2026 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 2,9x ve 2,2x; F/K çarpanlarını ise 78,1x ve 5,6x olarak tahmin ediyoruz. **KRDMD hissesini 35,40 TL hedef fiyatı ve “AL” tavsiyesiyle yeniden Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.**

- ✓ **Ton başına FAVÖK'te sınırlı toparlanma.** 2021'de 237 dolar seviyesine ulaşılmasının ardından, ton başına FAVÖK, son üç yılda düşüş eğilimini sürdürdü. 2024'te 54 dolar olan ortalama ton başına FAVÖK'te, satış fiyatlarında devam eden zayıf seyir ve maliyet baskısı önemli bir unsur olarak öne çıktı. Satış fiyatlarında zayıf seyrin 2025'te de devam etmesini ancak hammadde fiyatlarındaki düşüşün operasyonel karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda ton başına FAVÖK'te sınırlı bir toparlanma bekliyoruz. 2025 için ortalama ton başına FAVÖK beklentimiz 65 dolar seviyesinde bulunuyor. Diğer yandan 2026'da daha iyi bir fiyatlandırma ortamının desteğiyle ton başına FAVÖK'ün 89 dolara yükselmesini bekliyoruz.
- ✓ **Yoğun belirsizlik ortamında düşük borçluluk.** Şirketin borçluluk tarafı düşük kalmaya devam ediyor. 2024'te 51 milyon dolar seviyesinde bulunan net borcun önümüzdeki iki yılda sırasıyla 36 milyon dolar ve 30 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda net borç/FAVÖK oranı ise 0,24x ve 0,15x seviyelerinde bulunuyor. Mevcut durumun, belirsizliğin ve zayıf seyrin hakim olduğu sektör içerisinde destekleyici bir unsur olduğunu düşünüyoruz.

Riskler: Küresel ekonomik aktivitenin zayıflaması ile çelik fiyatlarındaki gerilemenin devam etmesi, Çin tarafında açıklanan teşviklerin yetersiz kalması, şirketin borç yapısında bozulma ana risk unsurları arasında sıralanabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 22,04 TL

Hedef Fiyat: 35,40 TL

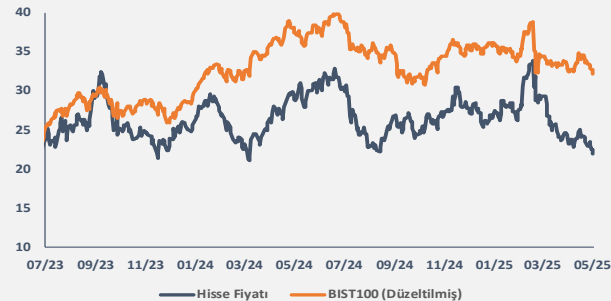
Getiri Potansiyeli: %61

Özet Veriler

Hisse Kodu	KRDMD
Cari Fiyat (TL)	22.04
52H En Yüksek (TL)	34.06
52H En Düşük (TL)	21.88
Piyasa Değeri (mn TL)	29,108
Piyasa Değeri (mn USD)	742
Halka Açıklık Oranı (%)	94.91
Konsensus HF (TL)	40.61
Konsensus Tavsiye	%75 A / %25 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	38.2
HLV HBK (2025T)	0.26
Konsensus HBK (2025T)	1.15

Tahminler ve Rasyolar (mn TL)	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar (mn TL)	82.029	62.185	67.686	74.337
Yıllık Büyüme	63,4%	-24,2%	8,8%	9,8%
FAVÖK (mn TL)	5.100	4.609	8.503	10.964
Yıllık Büyüme	1431,8%	-9,6%	84,5%	28,9%
Net Kar (mn TL)	2.523	-3.336	293	4.076
Yıllık Büyüme	n.a.	n.a.	n.a.	1291,3%
FAVÖK Marjı	6,2%	7,4%	12,6%	14,7%
Net Kar Marjı	3,1%	-5,4%	0,4%	5,5%
FD/Satışlar	0,2x	0,4x	0,4x	0,3x
FD/FAVÖK	3,1x	4,9x	2,9x	2,2x
F/K	7,3x	-6,3x	78,1x	5,6x
PD/DD	0,3x	0,4x	0,4x	0,3x
Hisse Başı Kar (TL)	2,2	-2,9	0,3	3,6

Fiyat Performansı



2026'da fiyatlama tarafında toparlanmanın desteğiyle, operasyonel karlılıkta anlamlı bir iyileşme görebiliriz

Küresel çelik sektörünün 2025 yılına dalgalı bir görünümle başlamasına karşın, politika tarafında atılan yapıcı adımlar, orta vadede sektöre yönelik iyileşme sinyalleri sunmaktadır. ABD ile Çin arasında ticaret savaşına konu olan tarifelerde kısa vadeli bir uzlaşma sağlanması, küresel ticaret gerilimini sınırlı da olsa yumuşatırken, Rusya-Ukrayna savaşına ilişkin artan barış sinyalleri; navlun maliyetleri, emtia arzı ve jeopolitik risk primi açısından önümüzdeki dönem için pozitif bir katalizör oluşturabilir. Bu gelişmelerin devamı halinde, sektördeki maliyet baskısının azalması ve fiyatlama tarafında daha dengeli bir görünüm oluşması mümkün görünüyor. Bu zemin üzerinde, güçlü bilançosu, düşük borçluluk oranı ve maliyet avantajlarına duyarlılığı ile Kardemir'in benzerlerine kıyasla daha dayanıklı bir finansal performans sergilemesini bekliyoruz.

2025 yılında fiyatlardaki toparlanmanın sınırlı kalacağını öngörmekle birlikte, düşen maliyetlerin etkisiyle brüt kâr marjının dolar bazında %7,4 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2026 yılında ise hem fiyatlama koşullarındaki iyileşme hem de düşük maliyet bazının katkısıyla marjların daha belirgin şekilde toparlanarak %10,3'e ulaşmasını bekliyoruz. Ton başına FAVÖK'te 2025 yılında 65 dolar seviyesinde sınırlı bir artış (FAVÖK marjı %10,0) öngörürken, 2026 itibarıyla bu göstergenin 89 dolara yükselmesini ve FAVÖK marjının %13,2'ye ulaşmasını bekliyoruz. 2026 itibarıyla fiyatlama tarafında beklediğimiz toparlanma ile birlikte, şirketin operasyonel karlılığında anlamlı bir iyileşme görebileceğimize inanıyoruz.

Yoğun belirsizlik ortamında düşük borçluluk

Şirketin borçluluğu düşük kalmaya devam ediyor. 2024'te 51 milyon dolar seviyesinde bulunan net borcun önümüzdeki iki yılda sırasıyla 36 milyon dolar ve 30 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda net borç/FAVÖK oranı ise 0,24x ve 0,15x seviyelerinde bulunuyor. Mevcut durumun, belirsizliğin ve zayıf seyrin hakim olduğu sektörel görünüm açısından destekleyici bir unsur olduğunu düşünüyoruz.

Belirsizlik ve zayıf talep fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya devam edebilir

Küresel çelik sektörü 2025 yılına, artan belirsizliklerle birlikte oldukça çalkantılı bir başlangıç yaptı. Özellikle, ABD'nin devreye aldığı ve kapsamını genişlettiği tarifeler, hem ticaret akışlarında hem de küresel fiyatlamada önemli dalgalanmalara yol açma potansiyeli taşıyor. Öte yandan, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) para politikasına yönelik belirsizlik de risk algısını güçlendiriyor. Enflasyonist baskılar ve resesyon korkusu arasında yön arayan Fed, siyasi baskılarla birlikte daha temkinli adımlar atmak zorunda kalabilir. Çin tarafında, tarifeler nedeniyle büyüme hızının baskılanması ve iç talepteki düşük seyir sektörde aşağı yönlü riskleri belirginleştiriyor. Çin'in iç tüketimi canlandırmak için açıkladığı teşvik paketlerinin etkisi sınırlı kalması halinde, üretim artışıyla birlikte küresel arz baskısının yoğunlaşması söz konusu olabilir. Ayrıca, Çin hükümetinin çelik üretim kesintilerine ilişkin somut bir yol haritası açıklamamış olması da belirsizlikleri artırıyor. Avrupa tarafında, ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve ileriye dönük sipariş hacmine ilişkin belirsizlikler, sektörde temkinli bir duruşu beraberinde getiriyor. Eurofer'in büyüme beklentisini aşağı yönlü revize etmesi ve imalat sektöründeki zayıflığın sürmesi, Avrupa çelik talebinde toparlanmanın öteleneyeğine işaret ediyor. Türkiye özelinde de uygulanan sıkı parasal duruşun imalat aktivitesi üzerindeki yansımaları sebebiyle, toparlanmanın zamanlaması ve gücü, ekonomik aktivitenin genel seyrine ve küresel risk iştahına bağlı olacak. Bununla birlikte, belirsizlik ortamının sürmesi fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaya devam edebilir.

Olası bir yatırım programı nakit akışlarını sınırlayabilir

Şirket halihazırda yoğun bir yatırım dönemi içerisinde bulunmuyor. Ayrıca şirket ile yaptığımız görüşmeler sonucu modelimizde yüksek bir yatırım harcaması öngörmüyoruz. Bu yıl verimlilik ve modernizasyon çalışmaları doğrultusunda yatırım harcamalarının 85 milyon dolara yükselmesini beklerken, kalan yıllar için ortalama 70 milyon dolarlık yatırım harcaması varsayıyoruz. Ancak sektördeki belirsizlik ortamının azalması, olası yeşil dönüşüme yönelik ve katma değeri yüksek ürünlere yapılacak yatırımlar yukarı yönlü riskler arasında bulunuyor. Şirket tarafından olası bir programın açıklanması durumunda varsayımlarımızdaki olası değişiklikler nakit akışlarını etkileyebilir.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Kardemir'in 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Benzer Şirket çarpanları yöntemlerini kullandık. İNA'ya %60, çarpan analizine ise %40 ağırlık verdik.

Dolar bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12 aylık 665 milyon dolar şirket değerine işaret etmektedir. 2025-2034 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönemi projeksiyon ettiğimiz İNA modelimizde, beta katsayısını 1,00, özsermaye maliyetini %13,00, risksiz faiz oranını %7,5 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %7,13 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %11,05 olacağını öngörüyoruz.

Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise 504 milyon dolar 12 aylık şirket değerine ulaşmaktayız. Benzer şirket karşılaştırmasında, 2025 ve 2026 yıllarına ilişkin hedef FD/FAVÖK çarpanlarını kullanıyoruz.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerleme modelimizde KRDMD için 12 aylık hedef fiyatımız, 35,40 TL seviyesinde olup, %61 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Tablo 1: Değerleme Özeti

Özet Değerleme Tablosu			
(USD mn)	Şirket Değeri	Ağırlık	Hedef Değer
İNA	665	60%	399
Benzer Şirket Çarpanları	504	40%	201
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (USD mn)			600
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL mn)			27.618
Güncel Piyasa Değeri (TL mn)			17.196
Yükseliş Potansiyeli			61%
Hisse Fiyatı (TL)			22,04
12 aylık Hedef Fiyat (TL)			35,40

Kaynak: Kardemir, HLY Araştırma



Değerleme Özeti

Tablo 2: İNA Değerleme

İNA Değerleme (USD mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	1.506	1.552	1.598	1.633	1.673	1.703	1.740	1.757	1.810	1.828
EBIT	42	128	165	128	123	130	127	121	121	125
FAVÖK	151	205	238	206	204	213	214	211	214	221
(-) Vergi @ FVÖK	10	32	41	32	31	32	32	30	30	31
(-) Yatırım Harcamaları	85	65	66	68	69	70	72	73	75	76
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	-29	-20	21	16	25	14	26	17	22	25
Serbest Nakit Akışı	84	128	110	90	79	97	84	90	87	89
İskonto Faktörü	1,06	1,18	1,31	1,45	1,61	1,79	1,99	2,21	2,46	2,73
İndirgenmiş Nakit Akışı	79	109	84	62	49	54	42	41	35	33
Sonsuz Büyüme Oranı	1%									
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	324									
İndirgenmiş Nakit Akımları	589									
Şirket Değeri (USD mn)	912									
Net Borç (-)	36									
Azınlık Payları (-)	0									
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (USD mn)	972									
KRDMD için Hedef Piyasa Değeri (USD mn)	665									
						Hisse (USD mn)	Oran	İNA	FD/FAVÖK	F/K
						KRDMA	21,08%	205	155	93
						KRDMD	10,48%	102	77	46
						KRDMD	68,44%	665	504	303
AOSM Varsayımları										
AOSM	10,94%	10,90%	11,02%	11,01%	11,05%	11,06%	11,12%	11,13%	11,11%	11,18%
Risksiz Faiz Oranı	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%
Borçlanma Maliyeti	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Vergi	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Borç Oranı	35%	36%	34%	34%	33%	33%	32%	32%	32%	31%

Kaynak: Kardemir, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 3 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
AVRUPA						
Salzgitter AG	Almanya	1,441	3.9	2.8	20.8	5.7
Voestalpine AG	Avusturya	4,698	4.6	4.1	14.7	10.1
Thyssenkrupp	Almanya	6,074	2.0	1.8	14.3	9.8
AMERİKA						
US Steel Corp	ABD	12,186	7.7	6.3	21.8	13.3
Usiminas	Brezilya	1,129	4.1	3.7	8.6	5.4
Ternium	Lüksemburg	5,489	3.9	3.3	6.2	5.4
ASYA						
Steel Authority of India	Hindistan	6,236	9.7	8.0	24.8	13.9
BlueScope Steel Ltd	Avustralya	6,411	7.0	5.0	20.6	10.8
Nippon Steel& Sum	Japonya	21,719	5.8	5.1	9.2	6.3
Kardemir		742	2.9	2.2	78.1	5.6
Medyan			4.6	4.1	14.7	9.8
Prim/İskonto			-38%	-45%	431%	-43%
Ortalama			5.4	4.4	15.7	9.0
Prim/İskonto			-47%	-50%	398%	-37%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Kardemir'i, küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 2,9x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %38, 2,2x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %45 iskontolu işlem görmektedir. F/K çarpanına göre ise 78,1x olan 2025T F/K çarpanına göre %431 primli, 5,6x seviyesindeki 2026T F/K çarpanına göre %43 iskontolu işlem görmektedir.



Sektörel Görünüm

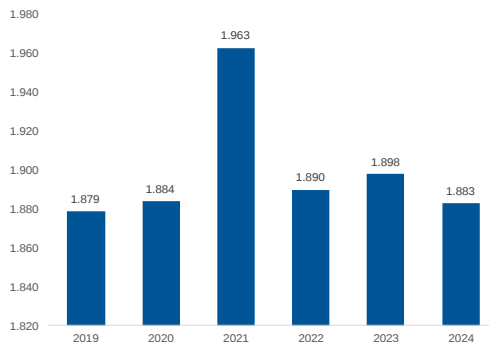
2025 çalkantılı başladı

Küresel çelik üretimi 2024'te imalat sektöründeki zayıf seyir, sıkı para politikaları ve jeopolitik belirsizlikler ile bir önceki yıla göre %0,9 düşüşle 1,84 milyar tona geriledi. Ayrıca dünya çelik üretiminin yarısından fazlasını karşılayan Çin'de emlak sektöründe devam eden sorunlar ve büyümeye ilişkin endişeler sektörde zorluk yaratan bir başka önemli faktör olarak öne çıktı. 2025, yeniden ABD Başkanı seçilen Trump'ın, tüm dünyaya karşı uygulamaya başladığı tarifeler ile çalkantılı başladı. Artan belirsizlik ortamında enflasyon ve resesyon denklemi arasında, hükümetlerin ve merkez bankalarının atacağı adımlar piyasalardaki dalgalanmanın görünümünü şekillendirecek. Mevcut durumda çelik ve hammadde fiyatlarında baskının oldukça yüksek olduğunu takip ediyoruz. Yılın ilk çeyreğinde, demir cevheri geçen senenin aynı dönemine göre %17,9, kömür %40,1 ve hurda fiyatları %11,7 düşüş kaydetti. Üreticilerin mevcut iş durumuna ilişkin güveni azalırken, çelik fiyatları da baskı altında kalmaya devam ediyor. Küresel çelik üretimi ise yılın ilk çeyreğinde %0,4 azalarak 468,6 milyon tona geriledi. Küresel çelik sektörü yalnızca düşük talep baskısıyla değil, artan kapasite fazlasıyla da karşı karşıya kalmaktadır. OECD Çelik Komitesi, 2025-2027 döneminde 165 milyon tonluk yeni kapasite ilavesi öngörüyor. Bu kapasitenin büyük kısmının ise Çinli üreticilerin sınır ötesi yatırımlarından kaynaklanacağı tahmin ediliyor. Komite, Çin'deki inşaat sektörünün küçülmesinin küresel çelik talebinde sınırlı bir büyümeye neden olacağını vurgularken, kapasite fazlasının da sektörün hem karlılığını hem de teknoloji yatırımlarına ayrılacak sermayeyi azalttığını belirtiyor.

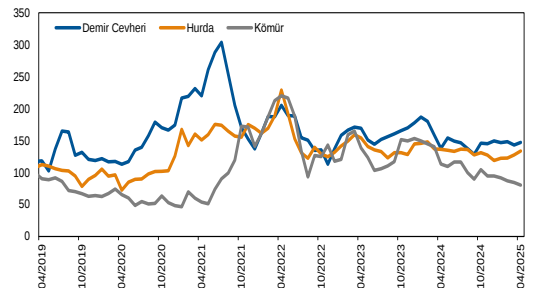
"Make America Great Again"

2024 Kasım ayında yeniden ABD Başkanı seçilen Donald Trump, 20 Ocak'taki yemin töreni ile resmi olarak görevine başlamış oldu. Başkan Trump yemin töreni sonrasında yapmış olduğu ilk açıklamada ABD'nin ekonomik olarak refaha hızla kavuşacağını ve ülkenin altın çağını başlayacağını ifade etmişti. Trump, Nisan ayının başında Beyaz Saray'da düzenlenen etkinlikte, ABD'nin diğer ülkelere karşılıklı tarifeler uygulayacağını ve temel tarife oranının %10 olacağını açıkladı. Washington yönetimi, daha sonrasında diğer ülkelere getirilen ek tarifeleri 90 gün ertelerken, Çin'e yönelik tarifeler yürürlüğe girmişti. Mayıs ayının ortasında yapılan görüşmeler sonrası Çin ve ABD tarifelerinde 90 gün boyunca indirim uygulama kararı aldığını duyurdu. Buna göre, Çin, ABD'ye uygulanan tarifeleri %125'ten %10'a, ABD ise %145'ten %30'a indirdi. Ancak son günlerde yapılan açıklamalarda, her iki ülke de birbirini anlaşmayı ihlal etmekle suçladı. Ayrıca Trump, çelik ithalatına yönelik tarifelere ilişkin olarak gümrük vergisinin %25'ten %50'ye çıkaracaklarını ifade etti. Trump, bu kararlar ABD'deki çelik endüstrisini daha da güvence altına alacağını söyledi. Çelik sektöründe Çin'in sübvansiyonlar ile desteklenen çelik ihracatı dünya piyasalarına düşük fiyatlarla sürülürken, ABD dahil birçok ülkedeki üreticilerin rekabet gücünü zayıflatıp, olumsuz etkiliyor. Trump, tarife kozuyla bu görünümü tersine çevirmeye çalışıyor. Diğer yandan yeni tarifelerin ABD'li yerli çelik üreticileri için rekabet gücünü ve fiyatları artırıcı etki yapması bekleniyor. Üreticiler için olan bu olumlu gelişme, tüketiciler için daha yüksek fiyatlar ve diğer sektörler ile sanayi için ise artan maliyetlere yol açacağı tahmin ediliyor. 2024'ün Eylül ayında indirimlere başlayan Fed, Aralık ayına gelindiğinde faizleri %4,25-4,50 aralığına çekmiş oldu. Tarifelerin yaratmış olduğu belirsizlik ortamı, Fed yetkililerini temkinli hareket etmeye zorlarken, para politikası kararları üzerindeki baskıyı da artırıyor. Enflasyon ile büyüme arasındaki dengenin sağlanması, Fed'in önümüzdeki süreçteki en kritik sınavı olacak. Şu an için bu yıla ilişkin olarak iki faiz indirimi fiyatlanıyor.

Grafik 1: Dünya Ham Çelik Üretimi



Grafik 2: Hammadde Fiyatları



Kaynak: Worldsteel, Bloomberg, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

Sektörel Görünüm

Diğer yandan resesyon korkusuyla enflasyonist baskılar arasında sıkışan Fed'in rotası, sadece ekonomik verilerle değil, siyasi rüzgarlarla da şekilleniyor. Trump ilk olarak Powell'ın faizleri düşürme konusunda çok geç kaldığını ve hatalı olduğunu belirterek işine bir an önce son verilmesini istemişti. Daha sonra ise açıklamalarını yumuşatarak Powell'ın işine son vermeyi düşünmediğini ancak faiz indirme konusunda biraz daha aktif olması gerektiğini ifade etti. Trump'ın Powell'a önce 'görevden alınmalı' deyip sonra 'kalsın ama faizleri indirsin' açıklamaları, klasik söylem dönüşlerinden biri olarak karşımıza çıkmakta. Tutarsızlık gibi görünse de strateji aynı: faizlerin aşağı çekilmesi. Bu doğrultuda da Fed'in üzerinde baskı yaratmaya devam etmesi muhtemel görünüyor. Sektörün nasıl bir yol izleyeceği ise, siyasi ve ekonomik belirsizliklerin ne ölçüde azalacağına ve karar alıcıların ne kadar uyum içinde hareket edebileceğine bağlı olacak. Şu anki belirsizlik ortamı sisli bir vadide yön bulmaya benziyor. Bu sisin dağılması zamanla netleşecek. 2024'te ABD'nin çelik üretimi yıllık %2,4 düşüşle 79,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. 2025'in ilk çeyreğinde de bu düşüş eğilimi devam etti. Ocak-Mart döneminde çelik üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,6 azalışla 19,7 milyon ton seviyesine geriledi.

Çin, tarifelerin gölgesinde teşvik paketleri ile piyasaları desteklemeye çalışıyor

Çin'de emlak krizinin ve inşaat sektöründeki zayıflığın etkisiyle 2024 yılında iç talepte görülen düşük seyir, çelik ihracatında belirgin bir artışı beraberinde getirdi. Çin'in çelik ihracatı 2024'te 110,7 milyon tona ulaşarak son 8 yılın en yüksek seviyesine çıktı. Böylelikle Çin'in ihracatı, Kuzey Amerika'nın toplam çelik üretimini aşarken, Avrupa Birliği'nin üretimine yaklaştı. Ancak ihracatın büyük ölçüde maliyet seviyesine yakın fiyatlardan yapılması, küresel piyasalarda baskı unsuru oldu. Üretim tarafında, 2024'te çelik üretimi yıllık %1,7 oranında azalarak 1.005 milyon ton seviyesine geriledi. 2025'in ilk çeyreğinde ise üretim bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,6 artışla 259,3 milyon tona yükseldi.

İç tüketimi canlandırmaya yönelik olarak ekonomi yönetimi 2024'ün Eylül ayı itibarıyla teşvik paketleri açıklamaya başladı. Öte yandan, Aralık ayında yapılan Politbüro toplantısında ise önemli mesajlar öne çıktı. Toplantı sonrası yapılan açıklamada, para politikasının ılımlı bir şekilde gevşek olacağı ifade edildi. Böylelikle Çin 13 yıl sonra ilk kez parasal duruşunu değiştirmiş oldu. Ayrıca, 2025'te mali politikanın daha proaktif olacağı, tüketimin ve yatırımların etkinliğinin artırılacağı belirtildi. Mart ayında gerçekleşen Çin Ulusal Halk Kongresi'nde hükümet büyüme hedefini %5 olarak belirlerken, tarifelerin olumsuz etkilerinden kaçınmak ve iç tüketimi canlandırmak için bütçe açığını artıracığını duyurdu. Hükümet ayrıca çelik üretiminde kesinti yapacağını açıkladı. Ancak üretim kesintilerinin ne kadar olacağı belirtilmedi. Ulusal Halk Kongresi'nin ardından da hükümet tarafından ekonomiyi desteklemek amacıyla 'tüketimi güçlü bir şekilde artırma' planı açıklandı. Çin hükümeti açıkladığı ekonomik planla, iç talebi artırmak için halkın gelir seviyesini yükseltmeyi, hisse senedi ve emlak piyasalarını istikrara kavuşturmayı ve doğum oranlarını teşvik etmeyi hedefliyor.

Kendi içsel problemleriyle boğuşan Çin ekonomisi, diğer yandan ise ABD'nin yeni gümrük tarifeleri ile karşı karşıya kaldı. S&P Global tahminlerine göre 2025'te çelik ihracatının %15-20 civarında düşmesi bekleniyor. Bu gerilemenin, sektörün en büyük iki ihracat pazarı olan Vietnam ve Güney Kore'nin son dönemde uygulamaya konulan gümrük vergilerinin dolaylı etkileriyle bağlantılı olduğu belirtiliyor. Önümüzdeki dönemde ABD-Çin arasındaki ilişkilerin nasıl şekilleneceği, üretimdeki kesinti planına dair netlik kazanacak ayrıntılar ve buna eşlik edecek teşvikler, sektörün yönünü belirleyecek temel unsurlar arasında yer alacak.

Avrupa'da belirsizlik, sektörde temkinli bir duruşa neden oluyor

2024'te Avrupa Birliği'nin çelik üretimi yıllık %2,6 artışla 129,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. 2025'in ilk çeyreğinde ise gerileme söz konusu. Ocak-Mart döneminde çelik üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,5 azalışla 32,4 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Zorlu geçen 2024 yılının ardından savunma harcamalarının artacağına ilişkin açıklamalar ve Avrupa Komisyonu'nun Eurofer'in kotalara ilişkin başvurusunu sonuçlandırması ile alıcıların yerli üreticilere yönelmesi ve ticari riskler nedeniyle ithalattan kaçınması 2025'in ilk çeyreğinde çelik fiyatlarını destekledi. Öte yandan, ileriye dönük sipariş hacmi ve fiyatlama stratejilerine ilişkin belirsizlik, sektörde temkinli duruşa neden oluyor. Eurofer, 2025 yılına ilişkin büyüme beklentisini tarifeler, para politikasındaki gevşemenin gecikmeli etkileri ve imalat sektöründeki zayıf seyir ile %1,6'dan %0,9'a revize ederken, 2026'da %2,1'lik artış tahmin ediyor.



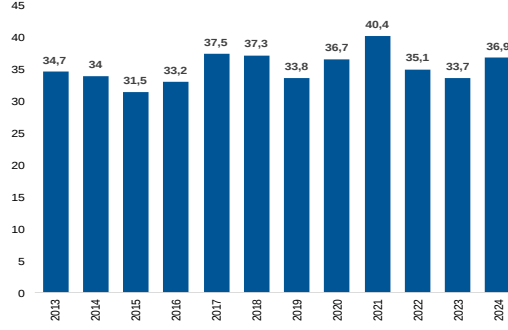
Sektörel Görünüm

Yüksek faiz ortamında Türkiye çelik sektörü

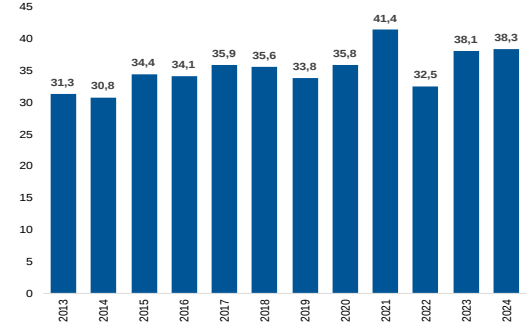
Türkiye'nin çelik üretimi 2024'te yıllık %9,4 oranında artışla 36,9 milyon ton seviyesine yükselirken, çelik tüketimi %0,6 artışla 38,3 milyon tona ulaştı. Çelik üretiminde 2024'ün son aylarında görülen ivme kaybı 2025'in ilk çeyreğinde de devam etti. Ocak-Mart döneminde üretim yıllık %3,4 azalışla 9,3 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Nihai mamül tüketimi de benzer şekilde yıllık %7,3 düşüşle 9,1 milyon ton seviyesine geriledi. Dış ticaret tarafına baktığımızda ise, 2023 yılının ardından Türkiye çelik sektörü 2024'te de net ithalatçı konumunu sürdürdü. İhracat miktar olarak yıllık bazda %27,6 artışla 13,4 milyon ton seviyesine yükselirken, değer itibarıyla %17,7 artışla 9,7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. İthalat ise miktar itibarıyla %1,7 artışla 17,4 milyon ton, değer itibarıyla %9,9 azalışla 13,2 milyar dolar oldu. 2025'in ilk çeyreğinde ise çelik ürünleri ihracatı 2024 yılının aynı dönemine göre miktar yönünden %18,5 artışla 3,8 milyon ton, ithalatı %4,6 artışla 4,2 milyon tona yükseldi.

2024'te sıkı para politikasını sürdüren TCMB, Aralık ayında 250 baz puan ile faiz indirimlerine başlamıştı. Bu yılın Mart toplantısında %42,5'e inen politika faizi, Nisan ayı PPK toplantısında enflasyon görünümü açısından oluşabilecek riskler değerlendirilerek %46'ya yükseltildi. Kurul ayrıca, Merkez Bankası gecelik vadede borç verme faiz oranını %46'dan %49'a, gecelik vadede borçlanma faiz oranını ise %41'den %44,5'e yükseltti. Şu an için yeni bir faiz indirim sürecinin Temmuz ayında başlayacağına yönelik beklentiler mevcut. Son gelişmeler sonrasında büyümeye ilişkin beklentilerde de farklılaşmalar mevcut olmakla birlikte, daha yavaş bir ekonomik aktivite görüşü ön plana çıkıyor. Bu gelişmeler doğrultusunda sektör açısından daha pozitif bir görünümün yılın son çeyreği ile 2026 yılı olabileceğini düşünüyoruz. Enflasyon görünümündeki iyileşme eğilimine bağlı olarak faiz indirimlerine devam edilmesi ve bunun gecikmeli etkileri, kentsel dönüşüm projeleri ve inşaat aktivitesindeki iyileşme potansiyel yukarı riskler arasında yer alıyor.

Grafik 3: Türkiye Ham Çelik Üretimi



Grafik 4: Türkiye Ham Çelik Tüketimi



Kaynak: TÇÜD, ÇİB, HLY Araştırma

Operasyonlar ve Finansallar

Talebe ilişkin görünüm belirsizliğini koruyor

Kardemir, toplam sıvı çelik üretimini yıllık 3,5 milyon ton seviyesine çıkarmayı hedefliyor. 2024'ün ikinci yarısında hızlanan sıvı çelik üretimi, yılın tamamında bir önceki seneye göre %4,9 artışla 2,59 milyon tona yükseldi. Kapasite kullanım oranı %74,1 ile son yılların en yüksek seviyesinde gerçekleşti. Ham çelik üretimi ve esas ürün üretimleri ise 2024'te sırasıyla %4,8 ve %3,2 artış kaydetti. Şirketin satış hacmi 2024'te yıllık %4,4 düşüşle 2,26 milyon tona geriledi. Satış kırılımında; %40,6 ile kütük, %25,4 ile nervürlü inşaat demiri ve %17,3 ile kangal öne çıkıyor. Talep koşullarındaki görünüm ve şirketin kapasitesini de dikkate alarak 2025 ve 2026 yıllarında sırasıyla 2,38 ve 2,35 milyon tonluk satış hacmi öngörüyoruz.

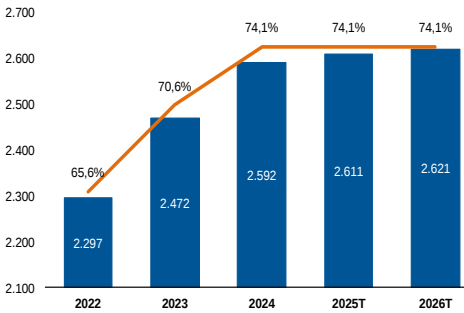
Fiyatlar baskı altında kalmaya devam edebilir

Çin'de talebe ilişkin zayıf seyir ve arz fazlasına ek olarak tarifelerin etkisiyle fiyatların baskı altında kalmaya devam edebileceğini düşünüyoruz. Kardemir için bu yılın son çeyreğindeki sınırlı toparlanmanın haricinde ortalama satış fiyatının 560 dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Küresel ekonomideki belirsizlik ortamının biraz daha dağılmasıyla 2026'da ortalama satış fiyatının %3,7 artışla 581 dolar seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda esas ürün gelirlerinin 2025'te 1,41 milyar dolar, 2026'da 1,45 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

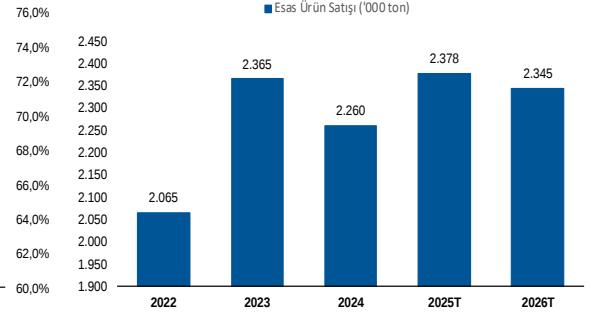
Hammadde fiyatlarında geri çekilme sürüyor

2024'te maliyetlerin %73'ünü hammadde, %9'unu personel giderleri oluşturdu. Hammadde içerisinde ise %44 ile kömür ve %38 ile demirli hammadde maliyeti öne çıkıyor. Hammadde fiyatlarındaki düşüşün katkısıyla satışların maliyetinin 2025'te yıllık %8,3 azalış ile 1,39 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026 yılında ise hammadde fiyatlarında sınırlı bir hareket varsayıyoruz. Bu doğrultuda 2026 için toplam maliyet beklentimiz 1,39 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Brüt kar marjının 2024 yılındaki %5,4 seviyesinden 2025'te %7,4, 2026'da ise %10,3 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 7: Sıvı Çelik Üretimi ve KKO



Grafik 8: Esas Ürün Satışı



Kaynak: Kardemir, HLY Araştırma

Ton başına FAVÖK'te sınırlı toparlanma

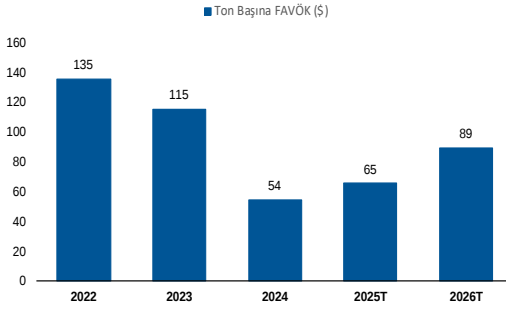
Ortalama ton başına FAVÖK 2024'te 54 dolar seviyesinde gerçekleşerek, son üç yıldaki düşüş eğilimini sürdürdü. Ortalama satış fiyatında devam eden zayıf seyir ve maliyet baskısı bu seyirde önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. 2025'te FAVÖK'ün 151 milyon dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Dolar bazında FAVÖK marjının ise %10 olmasını bekliyoruz. Satış fiyatlarında zayıf seyrin bu yıl da devam etmesini ancak hammadde fiyatlarındaki düşüşün operasyonel karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda ton başına FAVÖK'te sınırlı bir toparlanma bekliyoruz. 2025 için ortalama ton başına FAVÖK beklentimiz 65 dolarda bulunuyor. 2026'da daha iyi bir fiyatlandırma ortamının etkisiyle FAVÖK'ün 205 milyon dolara yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda FAVÖK marjının %13,2'ye, ton başına FAVÖK'ün de 89 dolara yükselmesini bekliyoruz.

Operasyonlar ve Finansallar

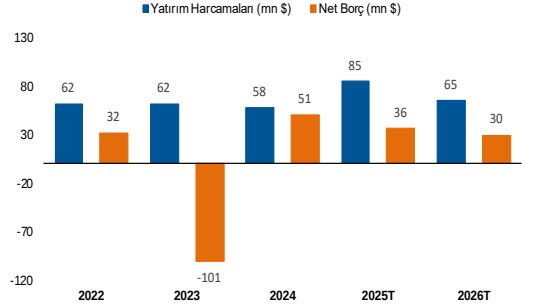
Yatırım harcamalarında keskin bir artış öngörüyoruz

Yoğun bir yatırım dönemi içerisinde olmayan şirketin, son üç yıllık ortalama yatırım harcaması 61 milyon dolar seviyesinde bulunuyor. Bu yıl verimlilik ve modernizasyon çalışmaları doğrultusunda, 85 milyon dolara yükselmesini beklerken, kalan yıllar için ortalama 70 milyon dolarlık yatırım harcaması varsayıyoruz. Geçtiğimiz yıl Kardemir Yönetim Kurulu Başkanı İsmail Demir, demir yolu taşımacılık sektöründe yeni girişimlerde yer alma niyetinde olduklarını belirtmişti. Demir ayrıca, stratejik planları doğrultusunda gelecek 5 yıl içerisinde 1,5 milyar doları bulacak yeni yatırım hedeflerinin olduğunu ifade etmişti. Sektördeki belirsizlik ortamının azalması, olası yeşil dönüşüme ve katma değeri yüksek ürünlere yapılacak yatırımlar yukarı yönlü riskler arasında bulunuyor. Ancak şirket ile yaptığımız görüşmeler sonucu şu an için herhangi bir yatırım harcamasını modelimize yansıtmıyoruz. Bu yıl için yatırım harcamalarının ciroya oranı %5,6, kalan yıllar için ortalama %4,1 seviyesinde bulunuyor. Şirketin borçluluk tarafı ise düşük kalmaya devam ediyor. 2024'te 51 milyon dolar seviyesinde bulunan net borcun önümüzdeki iki yılda sırasıyla 36 milyon dolar ve 30 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda net borç/FAVÖK oranı ise 0,24x ve 0,15x seviyelerinde bulunuyor. Mevcut durumun belirsizliğin ve zayıf seyrin hakim olduğu sektör içerisinde destekleyici bir unsur olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 7: Ton Başına FAVÖK



Grafik 8: Yatırım Harcamaları ve Net Borç



Kaynak: Kardemir, HLY Araştırma

Finansallar ve Tahminler – Özet

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	50.211	82.029	62.185	67.686	74.337
Satışların Maliyeti	50.086	78.550	58.825	58.052	65.533
Brüt Kar	124	3.479	3.360	9.635	8.804
Faaliyet Giderleri	571	957	1.218	1.159	1.100
Net Diğer Gelir/Gider	-1.124	-7.354	-3.310	-1.653	-403
Esas Faaliyet Karı	-1.571	-4.831	-1.167	4.200	7.300
Amortisman	1.847	2.577	2.466	2.650	3.260
FAVÖK	333	5.100	4.609	8.503	10.964
Net Finansal Gelir/Gider	-2.441	-421	-1.184	-931	-857
VÖK	275	176	-1.565	3.791	6.531
Vergi Gideri (Geliri)	2.874	-2.347	1.771	3.498	2.454
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	-2.599	2.523	-3.336	293	4.076

Değişim (%)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	240,1%	63,4%	-24,2%	8,8%	9,8%
Brüt Kar	401,7%	2699,0%	-3,4%	186,7%	-8,6%
Esas Faaliyet Karı	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73,8%
FAVÖK	-90,1%	1431,8%	-9,6%	84,5%	28,9%
VÖK	-93,9%	-36,0%	n.a.	n.a.	72,3%
Net Kar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1291,3%

Marjlar (%)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Brüt Kar	0,2%	4,2%	5,4%	14,2%	11,8%
Esas Faaliyet Karı	-3,1%	-5,9%	-1,9%	6,2%	9,8%
FAVÖK	0,7%	6,2%	7,4%	12,6%	14,7%
VÖK	0,5%	0,2%	-2,5%	5,6%	8,8%
Net Kar	-5,2%	3,1%	-5,4%	0,4%	5,5%

Oranlar ve Çarpanlar	2022	2023	2024	2025T	2026T
Hisse Başı Kar (TL)	-2,3	2,2	-2,9	0,3	3,6
Hisse Başı Defter Değeri	32,1	46,7	49,7	57,2	65,8
F/K	-5,4	7,3	-6,3	78,1	5,6
PD/DD	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
FD/FAVÖK	44,2	3,1	4,9	2,9	2,2
FD/Satışlar	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3

Kaynak: Kardemir, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler – Özet

Özet Bilanço ve Finansallar (mn TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	30.693	36.404	34.436	35.200	40.168
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.116	6.868	3.076	3.743	4.321
Ticari Alacaklar	6.907	7.445	5.196	6.490	8.146
Stoklar	16.724	17.734	19.355	19.100	21.006
Diğer Dönen Varlıklar	3.946	4.358	6.809	5.867	6.695
Duran Varlıklar	34.953	50.173	55.737	65.071	76.513
Maddi Duran Varlıklar	34.499	49.528	54.921	64.673	76.073
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	168	272	288	313	344
Diğer Duran Varlıklar	286	372	529	84	96
Toplam Varlıklar	65.646	86.577	90.174	100.271	116.682
Kısa Vadeli Yükümlülükler	22.199	27.758	26.363	28.298	32.875
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.841	5.624	7.199	6.783	8.801
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	36.606	53.195	56.612	65.190	75.006
Ödenmiş Sermaye	1.140	1.140	1.140	1.140	1.140
Dönem Net Karı (Zararı)	1.108	2.293	-3.336	293	4.076
Toplam Kaynaklar	65.646	86.577	90.174	100.271	116.682
Piyasa Değeri	14.036	18.538	21.144	22.876	22.876
Net Borç	667	-2.524	1.405	1.604	1.543
Firma Değeri	14.704	16.014	22.549	24.480	24.419

Karlılık Göstergeleri (%) ve Çarpanlar	2022	2023	2024	2025T	2026T
Aktif devir hızı	123,9	97,9	70,4	71,1	68,5
Aktif karlılığı	2,5	3,0	-3,8	0,3	3,8
Özkaynak karlılığı	4,8	5,1	-6,1	0,5	5,8
Borç/Aktifler	6,2	3,7	5,7	5,3	5,0
Borç/Özsermaye	11,2	6,0	9,1	8,2	7,8
Net Borç/Özsermaye	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Net Borç/FAVÖK	2,0	-0,5	0,3	0,2	0,1

Kaynak: Kardemir, HLY Araştırma

Künye ve Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN

Müdür

Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 30

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Havacılık, Demir – Çelik, Enerji

KDemirtas@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 45

Mücahid Yıldırım

Uzman Yardımcısı

Piyasalar ve Strateji

mucahidy@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

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 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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğrulanacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim