

27 Eylül 2017 Çarşamba

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Demir-Çelik	Nötr	Güncelleme	EREGL, KRDM

Hurda fiyatları rekor seviyelere yükselirken, demir cevherinde fiyatların tekrar tırmanışa geçmesi ile sektörde maliyet artışları marjlar açısından tehdit oluştursa da çelik fiyatlarındaki mevcut seviyelerin korunmasına destek oluşturduğuna inanıyoruz. Yurtiçi tüketimde yılbaşından bu yana en yüksek seviyeye Temmuz ayında ulaşılması aynı zamanda geçtiğimiz yıla göre gözlenen önemli ölçüde artış, global piyasalara paralel ürün fiyatlarında yaşanan yükseliş, Çin'in güçlü iç piyasa tüketiminin ihrac piyasalarında oluşturduğu baskıyı azaltması nedeniyle sektördeki ılımlı havanın devam edeceğini düşünüyoruz. Global çelik piyasalarına 18 Ekim'de Çin'de başlayacak ve ortalama 5-10 gün sürecek 19. Komünist Parti Ulusal Kongre'si yön verecek. Kongreden kredi ve emlak balonunu söndürmek için, büyümeyi %6'nın altına çekmeye sebep olacak tedbirler çıkma ihtimali var. Her ne kadar büyümeyi daha düşük tabanda tutacak önlemler alınması beklenirse de, verilecek kararlar küresel piyasalar için oldukça önem taşımakta.

- Hurda fiyatlarındaki artış sektör için olumsuz olmakla birlikte, rekabetin entegre tesisler lehine gelişmesine neden olacaktır - 2017 yılı başlarında 230 \$/ton'a gerileyen hurda fiyatlarının son dönemde 360 \$/mt'ye yükselmesinin ardında; çevresel faktörlerle kapatılan elektrot tesisleri, başlıca elektrot girdisi olan kristal kok fiyatlarının 450 \$/mt'den 3.200 \$/mt'ye çıkması, dünyanın en büyük hurda ithalatçısı Türkiye'nin hurda talebinin artması gibi etmenler rol aldı. Önümüzdeki dönemde Çin'de yeni çelik kapasitesinin elektrik ark ocağına dayalı planlanmasının elektrot talebini artıracığı, elektrot fiyatlarında gevşeme olsa da yüksek seviyelerin korunacağı düşünülüyor. Bu nedenle rekabetin maliyet avantajları nedeniyle entegre tesisler lehine gelişeceğini düşünüyoruz.
- Demir cevheri fiyatları oynaklık göstermeye devam ediyor - 2016 sonunda artmaya başlayan cevher fiyatları 2017 Mart'tan Haziran'a kadar, arz artışının yanı sıra Çin'deki cevher stoklarının rekor seviyelere yükselmesi ile 55 \$/ton seviyelerine gerilemişti. Dünya demir cevheri ithalinin %65'ini tek başına gerçekleştiren Çin'de Haziran sonrası ivmelenen çelik üretiminin (Haziran-Ağustos y/y %18 artış) etkisiyle cevhere olan talebin yükselmesine bağlı olarak fiyatlar tekrar 80 \$/ton seviyelerine doğru tırmanışa geçti. Cevher fiyatlarındaki artışların, marjlar açısından tehdit oluştursa da, çelik fiyatlarındaki mevcut seviyelerin korunmasına destek oluşturduğuna inanıyoruz.
- Kok kömürü 170-190 \$ arasında değişen fiyatlarda stabilize olmuş durumda - Kok kömürü tüketiminin %50'si, üretiminin ise %66'sı Çin tarafından yapılmakta. Arz sıkıntısı kömür fiyatlarının artmasına neden olurken, yılın ilk sekiz ayında Çin'de yıllık %5,6 oranında yükselen üretim, kömüre olan talebi de beraberinde getirmiştir. Önümüzdeki dönemde kok kömüründe keskin artışlar yaşansa bile fiyatların yüksek seviyelerde kalmayacağını, şirketlerin maliyet yönetimi açısından önemli bir risk oluşturmayacağını öngörüyoruz.
- Çin'in iç piyasa tüketimi güçlü ancak ihracat artışı risk arz ediyor - Çin'deki talepte devam eden artışlar üretimi ve çelik tesislerinin kapasite kullanım oranlarını artırıyor. Ağustos itibarıyla, Çin'deki çelik ithalatının geçen yıla paralel, ihracatının %28,5 gerilemesi üretim artışının iç talebi karşıladığı tezini doğruluyor. Ancak Çin'de iç tüketimin azalması, Çin'i ihracatı artırmaya yönelik önlemler almaya itebilir. Bu durumda Çin'in korumacı önlemlerin daha az olduğu piyasalara yönleneceği ve Türk demir-çelik sektöründe arz ve fiyat baskısı yaratma potansiyeli nedeniyle önümüzdeki dönemde takip edilmesi gereken haber akışı içerisinde görüyoruz.
- Türkiye inşaat demiri ithalatında gümrük vergisini düşürdü - 28 Temmuz itibarıyla nervürlü inşaat demiri ithalatında gümrük vergisi oranları %30'dan Güney Kore için %5,6, Malezya, AB üyesi ülkeler ve serbest ticaret anlaşması yapılan bazı ülkeler hariç %10 olarak değiştirildi. Global çelik fiyatlarının yüksek olduğu bu dönemde (bu nedenle ithalat baskısı yok), ithalat vergisinin düşürülmesinin Türk çelik üreticilerinin kar marjlarına olumsuz etkisinin sınırlı olacağını öngörüyoruz. Ancak küresel ölçekte çelik fiyatlarının gerilemesiyle birlikte, halihazırda kapasite fazlası bulunan uzun çelik tarafında ithalat ve fiyat baskısının artacağını dolayısıyla bu dönemlerde uzun çelik üreticileri için kar marjlarını koruma adına zorluklar yaşanmasını muhtemel görüyoruz.

2017'de geçen yıla göre inşaat çeliği ihracatında azalmaya, yurt içi üretimde artışa rağmen tüketim, referandum sonrası yaşanan arz-talep uyumsuzluğu ve maliyet baskısı nedeniyle geriledi. Türk inşaat çeliği fiyatları en ucuz olarak bilinen Çin ve BDT piyasalarına göre daha düşük seyrediyor. Buna karşın müteahhitler, ithalat vergisinde yapılan indirimin inşaat demiri fiyatlarındaki yükselişe engel olmadığını, ithalatta kalan %10'luk verginin kaldırılması gerektiğini bunun da ötesinde ihracata %10 ek vergi getirilmesini talep ediyorlar. Net ihracatçı konumda bulunduğumuz uzun çelikte söz konusu talebin hayata geçirilmesine, dış ticaret açığımızı artıracak bir adım olması nedeniyle düşük bir ihtimal veriyoruz. İnşaat sektörü temsilcileri, aynı zamanda çelik ürünlerinde KDV indirimi ile ilgili bir düzenleme beklemekte. Bu yönde atılacak bir adımın inşaat demiri talebini genel anlamda olumlu etkileyeceğini, ürün fiyatlarının gevşemesine neden olabileceğini bununla birlikte demir-çelik şirketlerine vergisiz fiyatlarda artış imkanı yaratacağını düşünüyoruz. Ancak üretim sürecinde kullanılan hammaddeler üzerindeki KDV'nin korunması durumunda, inşaat demirinde yapılacak KDV indirimi demir-çelik şirketlerinde ortalama 2 aylık hammadde alımlarındaki KDV maliyeti kadar ek işletme sermayesi ihtiyacı doğuracaktır.

**Kardemir (KRDM)** [Hedef Fiyat: 2,57 TL, Yükselme Potansiyeli: %11] - Uzun çelikte gümrük vergisinin %10 düzeyine düşürülmesiyle artmasını beklediğimiz arz fazlasının fiyatlar ve marjlar üzerinde yaratacağı muhtemel baskı nedeniyle önümüzdeki yıl için bir miktar temkinli olsak da, katma değeri yüksek ürünlerin toplam içerisindeki payının yükselmesinin Kardemir'in karlılığına destek olacağını düşünüyoruz. Kardemir için hedef fiyatımızı 1,41 TL'den 2,57 TL'ye yükseltiyor ve uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi ise "Endekse Paralel Getiri" olarak koruyoruz.

**Erdemir (EREGL)** [Hedef Fiyat: 8,91 TL, Yükselme Potansiyeli: %13] - Yönetimin değişmesiyle ile beklentilerimiz doğrultusunda inorganik büyüme stratejisini askıya alan ve birkaç farklı yatırım planı olduğunu bildiğimiz Erdemir'in yakın gelecekte hangi yol haritasının izleneceğini açıklamasını bekliyor, kapasite artışına gidilmesinin söz konusu olabileceğini düşünüyoruz. 2018 yılının nispeten zor bir yıl olacağını öngörsek de, güçlü bilanço yapısı, yüksek operasyonel karlılığı, cazibesini koruyan temettü verimliliği ve yüksek kurdan olumlu etkilenen yapısıyla "Endeks Üzeri Getiri" (önceki "Endeks Üzeri Getiri") sağlayacağını düşünüyoruz. Erdemir hissesi için hedef fiyatımızı 7,0 TL'den 8,91 TL'ye yükseltiyor, uzun vadeli önerimizi "TUT" olarak koruyoruz.

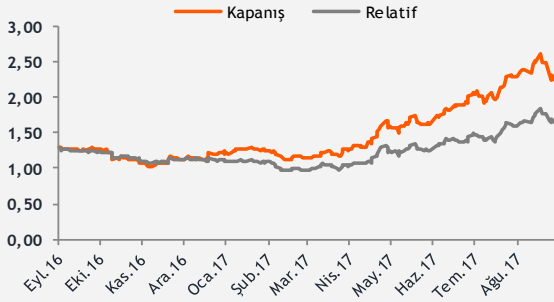
**Analist:** Serap Kaya  
**İletişim:** (0212) 403 4132  
[serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

27 Eylül 2017 Çarşamba

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Kardemir
Hisse Kodu	: KRDM - KRDM TI, KRDM IS
Fiyat (TL)	: 2,31
Hedef Fiyatı (TL)	: 2,57
Yükselme Potansiyeli	: %11,2
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 742,6
HAO (%)	: %89

Kardemir Türkiye'nin 2,4 mn ton kapasite ile uzun mamulde cevhere dayalı üretim yapan ilk entegre demir çelik fabrikasıdır. Şirket pik, blum, kütük, nervürlü inşaat çeliği, profil, köşebent, maden direği, ray, kok ve kok yan ürünleri üretmektedir. Kardemir, ray ve ağır profil üretiminde Türkiye ve bölge ülkeler arasında tek kuruluş haline gelmiştir. Kardemir'in sermayesi 3'e bölünmüştür. A tipi hisseler sermayenin %21,08'ini, yönetim kurulu üyelerinin 4'ünü; B tipi hisseler sermayenin %10,48'ini, yönetim kurulu üyelerinin 2'sini; D tipi hisseler sermayenin %68,44'ünü, yönetim kurulu üyelerinin 1'ini temsil etmektedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-2,61	36,59	63,50
Rölatif %	1,57	31,27	25,30
En Yüksek (TL)	2,34	1,66	1,31
En Düşük (TL)	2,29	1,63	1,28

Analist : Serap KAYA  
İletişim : 0(212) 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## “Gelirlerde ve Karlılıkta Göz Alıcı Artış”

Uzun çelikte %30 seviyelerindeki gümrük vergisinin %10 düzeyine düşürülmesiyle artmasını beklediğimiz arz fazlasının fiyatlar ve marjlar üzerinde yaratacağı muhtemel baskı nedeniyle önümüzdeki yıl için bir miktar temkinli olsak da, katma değeri yüksek ürünlerin toplam içerisindeki payının yükselmesinin Kardemir'in karlılığına destek olacağını düşünüyoruz. Kardemir'in 2017 tahmini benzer şirket çarpanlarında ve İNA'da meydana gelen artış sonrası hedef fiyatımızı 1,41 TL'den 2,57 TL'ye çıkarıyor, uzun vadeli önerimizi “TUT”, kısa vadeli önerimizi ise “Endekse Paralel Getiri” olarak koruyoruz.

KRDM (mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Temettü	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2014	1.498	369	253	68	7,1 x	7,8 x
2015	1.527	146	-15	-	-	19,7 x
2016	1.599	215	-85	-	-	13,4 x
2017T	2.642	456	185	-	9,7 x	6,3 x
2018T	3.003	537	259	-	7,0 x	5,4 x
2019T	3.234	592	325	194	5,5 x	4,9 x

- Kardemir 2019'da mevcut 2,4 mn ton kapasitesini 3,5 mn tona çıkaracak - Kardemir 1,25 mn ton kapasite ile kurulacak yeni sürekli döküm makinesi için Kasım 2017 sonuna kadar yüklenici firmayı belirlemeyi hedeflemekte. Mevcut 90'ar tonluk 2 konvertör kapasitesinin 120 tona çıkartılması için ise montajlama işlemi 4Ç17'de gerçekleştirilecek. Son dönemde gerileyen yerli cevher tedarik oranının %75'e yükselmesi ve yönetim öngörülerine paralel mevcut seviyelerin korunacağı beklentisi ile yerli cevher alımının üretimdeki maliyet avantajını sürdürüleceğini düşünüyoruz.
- Kangal gelirleri katma değeri yüksek ürün payını artıracak - Kardemir'in 2016'da devreye aldığı 700 bin ton kapasiteli kangal haddehanesinin teslimi teknik aksaklıklar sebebiyle gecikse de, 2018 ortasında tam kapasite ile çalışmaya hazır hale gelecek. Şirketin 2019'da 200 bin ton kapasiteli demiryolu tekeri tesisinin de işletmeye alınmasıyla haddehane kapasitesi 2,0 mn tona çıkacak. Şirketin çelikhane ve haddehane kapasiteleri arasındaki fark şu aşamada katma değeri yüksek ürünlerin toplam içindeki payının daha yüksek seviyelere çıkmasını engellese de, önümüzdeki dönemde yarı mamul ürünler de dahil satılabilir ürünlerin maksimize edilmesinin şirket kar marjlarına olumlu yansımaları bekliyoruz.
- Kömür tedarikinde uğradığı zararın tazmini için tedarikçiyi tahkime taşıdı - Kardemir geçen yıl yaptığı kömür tedarik anlaşmasında, tedarikçinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi nedeniyle 33,6 mn \$'lık (yaklaşık 115 mn TL) tahkim başvurusunda bulundu. 2017 sonuna kadar Kardemir lehine kararın çıkması durumunda Şirketin yılın ikinci yarısındaki FAVÖK marjı %24, yıllık FAVÖK marjı ise %19 seviyelerine taşınabilir. Ancak tahkim mahkemesinden çıkacak karar önümüzdeki yıl sarkabilir. Süreci netleşmeden, kazanılacak tazminatı değerlememize dahil etmemekle birlikte hedef fiyatımıza yukarı yönlü potansiyel teşkil ettiğini belirtelim.
- 2019'da devreye girecek enerji tasarrufuna yönelik yatırım FAVÖK marjına destek olacak - Şirket proses gazlarının elektrik enerjisine dönüştürülmesi amacıyla yeni bir gaz deposu ile jeneratör yatırımı yapacağını açıkladı. 2019'da tamamlanacak projenin bugünkü enerji fiyatlarıyla yaklaşık 40 mn TL/yıl tasarruf sağlaması hedeflenmekte olup, mevcut satış maliyeti yapısıyla FAVÖK marjında yaklaşık 1 puanlık iyileşme kaydedileceğini öngörüyoruz.
- Filyos Limanı hala en önemli yatırım niteliğinde - Filyos limanının 2019'da tamamlanmasıyla Kardemir'in artan ihracat imkanlarının şirketin yurtiçi pazara bağımlılığını düşürmesini, iyileşen lojistik maliyetleri sayesinde ise ton başına FAVÖK'ün yaklaşık 10 \$ iyileşmesini bekliyoruz. Kardemir'in FAVÖK marjını katma değeri yüksek ürünlerin ağırlığının artması, enerji ve lojistik maliyetlerde iyileşmenin etkisi ile 2021 yılında %20,1'e taşıyacağını tahmin ediyoruz.
- Uzun vadede Net Borç/FAVÖK oranı için 2,5 (x) seviyesi hedeflenmekte - 30 Haziran 2017 itibarıyla 2,0 mlr TL (yaklaşık 566 mn \$) olan finansal borçlarının %45'inin döviz cinsi olması şirketin kur hassasiyetini artırmaktadır. 2017 sonu itibarıyla brüt borcunu 500 mn \$ seviyesine azaltmayı planlayan Şirket, Net Borç/FAVÖK oranını uzun vadede 2,0-2,5 (x) düzeyinde korumayı hedeflemektedir.
- Gelirlerin %30'u inşaat demirinden elde edilmekte - Kısa vadede yüksek çelik fiyatları nedeniyle sektörün ithalat baskısı altında kalmasını beklemesek de, fiyatların gevşediği dönemde Kardemir'in de aralarında bulunduğu uzun çelik üreticileri için fiyat baskısı yaratabileceğini düşünüyoruz. Konu hakkındaki olumsuz gelişmeleri, gelirlerinin %30'unu inşaat demirinden elde eden Kardemir için risk faktörü olarak görüyoruz.
- Kardemir (D) için hisse başı hedef fiyatımız 2,57 TL - Kardemir (D) hissesi 6,3x 2017T FD/FAVÖK çarpanıyla Erdemir'e göre %24 primli, yurtdışı benzerlerine kıyasla %4 iskontolu işlem görmektedir. Kardemir için hedef fiyatımızı 1,41 TL'den 2,57 TL'ye çıkarıyor, uzun vadeli önerimizi “TUT”, kısa vadeli önerimizi ise “Endekse Paralel Getiri” olarak koruyoruz.

# Sektör Raporu | Kardemir

27 Eylül 2017 Çarşamba



Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış Gelirleri (net)	1.498	1.527	1.599	2.642	3.003	3.234
FVÖK	312,5	76,0	128,6	367,1	445,4	492,7
Amortisman Giderleri	56,8	69,5	86,6	88,6	91,7	99,4
FAVÖK	369,3	145,6	215,2	455,7	537,1	592,2
Finansal Gelir/Gider (Net)	-60,4	-60,1	-213,5	-239,8	-147,2	-133,4
VÖK	274,9	-115,6	-143,2	223,1	315,3	406,1
Vergiler	-21,8	100,9	58,4	-37,7	-56,1	-81,2
Net Dönem Karı	253,1	-14,7	-84,8	185,4	259,1	324,9
HBK		-0,02	-0,11	0,24	0,33	0,42

Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve Benzerleri	37	178	226	277	212	67
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	241	136	282	477	542	584
Stoklar	418	473	479	678	833	892
Maddi Duran Varlıklar	1.471	2.504	2.619	2.709	2.937	3.038
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	13	20	22	23	25	26
Diğerleri	237	206	243	234	225	217
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>2.416</b>	<b>3.516</b>	<b>3.871</b>	<b>4.398</b>	<b>4.774</b>	<b>4.824</b>
Finansal Borçlar	803	1.182	1.438	1.423	1.466	1.316
Kısa Vadeli	152	228	342	307	316	283
Uzun Vadeli	651	955	1.095	1.117	1.151	1.032
Ticari Borçlar	182	535	465	807	876	943
Özsermaye	1.071	1.608	1.531	1.717	1.976	2.106
Net Borç	766	1.004	1.212	1.146	1.255	1.249

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
VÖK	275	-116	-143	223	315	406
Amortisman	57	70	87	89	92	99
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	173	-403	222	52	152	34
Vergi	-22	101	58	-38	-56	-81
Yatırım Harcaması	-414	-400	-144	177	318	194
Temettü Ödemesi	0	-62	0	0	0	-194
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	379	255	-14	43	-151
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-342	625	-437	-929	-452
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	-430	336	489	864	307
Dönemsonu Nakit	37	-735	226	277	212	67

Büyüme	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış	%20,8	%1,9	%4,7	%65,2	%13,7	%7,7
FAVÖK	%63,9	-%60,6	%47,9	%111,7	%17,9	%10,3
Net Kar	%269,4	-	%477,9	-	%39,8	%25,4

Çarpanlar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FD/Satışlar	1,9	1,9	1,8	1,1	1,0	0,9
FD/FAVÖK	7,8	19,7	13,4	6,3	5,4	4,9
F/K	-	-	-	9,7	7,0	5,5
PEG Rasyo	-	-	-	-	0,2	0,2
PD/DD	1,7	1,1	1,2	1,0	0,9	0,9

Finansal Rasyolar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Öz Sermaye Karlılığı	%23,6	-%1,1	-%5,4	%11,4	%14,0	%15,9
FAVÖK Marjı	%24,7	%9,5	%13,5	%17,3	%17,9	%18,3
Net Kar Marjı	%16,9	-%1,0	-%5,3	%7,0	%8,6	%10,0
Net Borç/Özsermaye	%71,6	%62,5	%79,2	%66,8	%63,5	%59,3
Net Borç/FAVÖK	%207,5	%690,1	%563,2	%251,5	%233,6	%210,9
KV Borç/ UV Borç	%23,3	%23,9	%31,3	%27,5	%27,5	%27,5
Öz Sermaye/ Aktif Toplamı	%44,3	%45,7	%39,6	%39,0	%41,4	%43,7
Borç/Öz Kaynak	%75,0	%73,5	%93,9	%82,9	%74,2	%62,5
Cari Oran	%140,4	%109,3	%100,2	%109,3	%113,3	%107,4
Nakit Temettü	%5,4	%0,0	%0,0	%0,0	%17,0	%21,4

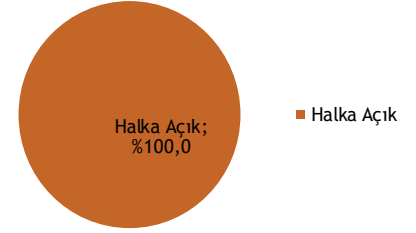
Not: Sayfaki veriler Kardemir (D)'nin sermayedeki %68,44 payı oranında düzenlenmiştir.

Şirket	Kardemir
Hisse Kodu	KRDM - KRDM T1, KRDM IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	2,31
Hedef Fiyat (TL)	2,57
Yükselme Potansiyeli	11,2%

## Kardemir Hakkında

Türkiye'nin uzun mamulde cevhere dayalı üretim yapan ilk entegre demir çelik fabrikasıdır. Kardemir pik, blum, kütük, nervürlü inşaat çelği, profil, köşebent, maden direği, ray, kok ve kok yan ürünleri üretmektedir. Kardemir, ray ve ağır profil üretiminde Türkiye ve bölge ülkeler arasında tek kuruluş haline gelmiştir. Kardemir'in sermayesi 3'e bölünmüştür. A tipi hisseler sermayenin %21,08'ini, yönetim kurulu üyelerinin 4'ünü; B tipi hisseler sermayenin %10,48'ini, yönetim kurulu üyelerinin 2'sini; D tipi hisseler sermayenin %68,44'ünü, yönetim kurulu üyelerinin 1'ini temsil etmektedir.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

### Güçlü Yönler

- Yurtdışı fiyatlara kıyasla daha ucuz yerli cevher kullanımı
- Bölgedeki tek ray üreticisi
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Büyük yatırımların tamamlanmak üzere olması
- Enerjideki otoprodüktör konumu

### Zayıf Yönler

- Yüksek borç pozisyonu
- Hammadde tedarikinde ithalata bağımlılık
- Operasyonel olarak döviz açığı bulunması
- Çelikhane ve haddehane kapasiteleri arasındaki fark

### Fırsatlar

- Filyos Limanının tamamlanmasıyla lojistik maliyetlerde azalma
- Kangal, Demiryolu tekeri ile marjı yüksek ürün payının artışı
- Ortadoğu'da tansiyonun azalmasıyla bölgeye ihracatın artması

### Tehditler

- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- İnşaat sektöründe zayıflama
- Rus ve Ukraynalı üreticilerin arz ve fiyat baskısı

27 Eylül 2017 Çarşamba

**1Y17 Finansal Sonuçları ve Projeksiyon Revizyonları**

Kardemir 1Y17'de artan ürün fiyatları ve satış hacmi sayesinde operasyonel büyümesini, azalan borçluluk sayesinde net karlılığını yükseltti. Gelir ve karlılığın yılın ikinci yarısında daha yüksek seviyelerde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2Ç17'de ray satışları geçen yılın üzerinde gerçekleşse de önceki çeyreğe göre ivme kaybetmesi dikkat çekiyor. Öte yandan şirketin 3Ç17 ve 4Ç17 satış programını incelediğimizde ray satışlarından kaynaklanan yıllık düşüşün profil satışlarıyla kompanse edilmesi ve ray&profil haddehanesinin tam kapasite ile çalışması hedeflemektedir.

Şirket, 1Y17'de 1,2 mn ton (y/y %21) nihai ürün satışı gerçekleştirdi. Şirketin satış gelirleri 1Ç17'de ürün fiyatlarında gözlenen artış (1Y17: y/y %48) ve ürün miksindeki pozitif değişim ile geçen yılın %80 üzerinde 1,9 mlr TL olarak açıklandı. 1Y17'de geçen yılın aynı dönemine göre toplam satış hacminde kütük payı azalması, profil, yuvarlak ve kanga ürünler lehine yaşanan artış ile ton başına FAVÖK 41 \$'dan 59 \$'a yükselirken, FAVÖK marjı %13,6 olarak gerçekleşti. 2017'de Kardemir için 3,860 mlr TL gelir, 666 mn TL FAVÖK ve 271 mn TL net kar beklemekteyiz. FAVÖK marjı beklentimiz ise %17 seviyesindedir.

**Tablo 1: Projeksiyon Revizyonları**

mn TL	2016		2017		2018		2019			
	eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim	
Satış Gelirleri	2.337	3.581	3.860	7,8%	3.859	4.388	13,7%	3.848	4.726	22,8%
FAVÖK	314	499	666	33,4%	591	785	32,8%	590	865	46,7%
FAVÖK Marjı (%)	13%	14%	17%	3,3 yp	15%	18%	2,6 yp	15%	18%	3 yp
Ton Başına FAVÖK (\$)	50	63	80	17 \$	69	83	14 \$	69	85	16 \$
Net Kar	-124	145	271	86,3%	308	379	23,1%	299	475	58,8%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Değerleme ve Öneri**

Kardemir hedef fiyatımızda revizyona gidiyoruz.

- Ortalama ürün fiyatları ve maliyetlerinde beklentilerimizin ötesindeki gerçekleşmeler nedeniyle satış gelirleri ve FAVÖK tahminimizde yukarı yönlü revizyona gittik.
- Önümüzdeki çeyreklerde yatay seyretmesini beklediğimiz hammadde maliyetlerine karşın, yükselen ürün fiyatlarının Şirketin FAVÖK marjını 2017'de %17'ye (önceki tahmin: %14) taşıyacağını öngörüyoruz.
- 2017 yılına ilişkin yatırım harcamaları öngörümüzü şirket tahminleri doğrultusunda 72 mn \$ (önceki 90 mn \$) seviyesine düşürdük.
- Önceki raporumuza göre yaklaşık 200 mn TL düzeyinde artan net borcu ise değerlememize yansıtık.
- Katma değeri yüksek ürünlerin gelirler içerisindeki ağırlığının artması, enerji maliyetini düşürmeye yönelik atılan adımlar, Filyos Limanının devreye girmesi, yerli cevher kullanım oranının %75'e çıkmasıyla maliyet avantajını sürdüreceği beklentisi değerlendirilmemizde şirket için sürdürülebilir FAVÖK marjını %15,5'ten %16,8 taşımamıza neden oldu.

**Tablo 2: Kardemir Değerleme Özeti**

Değerleme Yöntemi (mn TL)	Ağırlık	12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	FD/FAVÖK (2017T)
İNA	%70	2.364	5,9
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	3.314	7,3
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri		2.649	6,3

**Tablo 3: Kardemir Ortaklık&Sermaye Yapısı ve Kardemir (D) İçin Belirlediğimiz Hedef Fiyat**

	A Tipi	B Tipi	D Tipi	Toplam
Oy Hakkı	4	2	1	7
Dağıtılan Temettü İçindeki Payı (%)	%21	%10	%68	
Piyasa Değeri İçindeki Payı (%)	%24	%13	%64	
Sermaye (mn TL)	240	119	780	1.140
Toplam içindeki payı	%21	%10	%68	
Karçel'in Elindeki Hisseler (mn TL)	15	15	28	57
Kardökmak'ın Elindeki Hisseler (mn TL)	28	14	10	52
Düzeltilmiş Sermaye (mn TL) *	198	91	743	1.031
Toplam içindeki payı	%19	%9	%72	

Hedef Piyasa Değeri (mn TL)\*\* 1.908

Hedef Fiyat (TL) 2,57

Kapanış (TL) 2,31

Yükselme Potansiyeli (%) %11

\*İştiraklerin Elindeki Hisseler Hariç, \*\*Hedef Piyasa Değerine düzeltilmiş sermayeye göre ulaşılmıştır.

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

27 Eylül 2017 Çarşamba

Tablo 4: Kardemir - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama						
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%10,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0
Özsermaye Maliyeti	%17,5	%17,5	%17,5	%17,5	%17,5	%15,5
Borçlanma Maliyeti	%15,0	%15,0	%15,0	%15,0	%15,0	%14,5
Vergi Oranı	-%16,9	-%17,8	-%20,0	-%20,0	-%20,0	-%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%12,5	%12,3	%12,0	%12,0	%12,0	%11,6
Özsermaye Oranı	%39,6	%39,0	%41,4	%43,7	%43,8	%44,5
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%14,5	%14,3	%14,3	%14,4	%14,4	%13,3
İNA Yöntemi ile Değerleme						
(mn TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Satış Gelirleri	3.860	4.388	4.726	5.172	5.670	5.840
Büyüme	%65,2	%13,7	%7,7	%9,4	%9,6	%3,0
FVÖK	536	651	720	889	1.011	818
Operasyonel Kar Marjı	%13,9	%14,8	%15,2	%17,2	%17,8	%14,0
Vergi Oranı (%)	-%17	-%18	-%20	-%20	-%20	-%20
Vergi	-55	-82	-119	-138	-161	-189
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	481	569	601	751	850	629
+ Amortisman	129	134	145	151	157	164
FAVÖK	666	785	865	1.040	1.168	982
FAVÖK Marjı	%17,3	%17,9	%18,3	%20,1	%20,6	%16,8
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-%200	-%347	-%195	-%206	-%217	-%100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-76	-221	-49	-39	-66	-69
Satışlardaki değişim	1.523	529	338	446	498	170
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim	-%5,0	-%41,9	-%14,5	-%8,8	-%13,2	-%40,7
- Yatırım Harcamaları	259	465	284	310	340	164
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	276	16	414	552	601	560
Sonsuz Büyüme Oranı						%3,0
Sonsuza Giden Değer						5.577
İskonto Faktörü	0,93	0,82	0,72	0,63	0,55	0,48
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 30 Haziran 2017	258	13	296	345	328	2.689
Firma Değeri - 30 Haziran 2017	3.930					
Net Borç	1.566					
Özsermaye Değeri - 30 Haziran 2017	2.364					
Öz Sermaye Maliyeti	%17,5					
12A Hedef Özsermaye Değeri	2.892					

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

## İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %11,0 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,3x beta ve %3 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- **Gelirler:** Satış hacmindeki büyümeye paralel 2017-2021 periyodu için gelirlerde yıllık %10,1 bileşik büyüme oranı öngörüyoruz. Demiryolu tekeri ve kangal satışlarının tahminlerimizin üzerinde gerçekleşme ihtimalinin yüksek oluşu, Şirket gelirlerinde değerlendirme varsayımlarımıza göre yukarı yönlü risk yaratmaktadır. 2017-2022 periyodu için ürün fiyatlarının dolar bazında aynı kalacağını öngörüyoruz. Satış gelirlerindeki büyüme ise hacimde ve kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır.
- **Operasyonel Marjlar:** FAVÖK marjında katma değeri yüksek ürünlerin ağırlığının artması, enerji maliyetini düşürmeye yönelik atılan adımlar ve Filyos Limanının devreye girmesi ile 2021 yılında %20'lik seviyeye ulaşabileceğini öngörüyoruz. Mevcut seviyelerde yerli cevher kullanım oranının %75'e çıkması nedeniyle maliyet avantajını sürdüreceğini düşünüyoruz. Buna sebeple değerlendirme çalışmamızda şirket için sürdürülebilir FAVÖK marjını %15,5'ten %16,8 taşıyoruz.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin 2017 yılında 72 mn \$, 2018 yılında 120 mn \$ yatırım harcaması yapmasını, sonraki yıllar için ise önemli bir kapasite yatırımı gerçekleştirmeyeceği beklentisiyle satışların %6'sı oranında yenileme yatırımları yapacağı varsayımında bulunuyoruz.
- **Aşağı/Yukarı yönlü riskler:** Çelik fiyatlarındaki ve hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satış gelirleri ve FAVÖK varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır. Yatırım harcamalarının öngörülerimizin altında/üzerinde oluşması nakit akımlarında artışa/zayıflamaya neden olabilir.

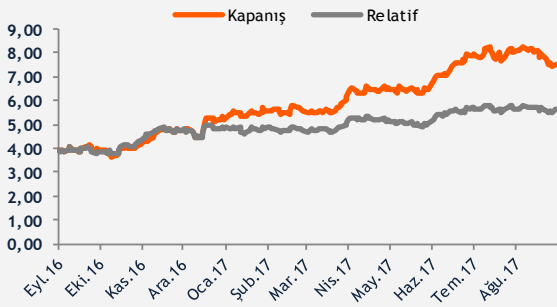


27 Eylül 2017 Çarşamba

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	: EREGL - EREGL TI, EREGL IS
Fiyat (TL)	: 7,86
Hedef Fiyatı (TL)	: 8,91
Yükselme Potansiyeli	: %13,4
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 3.500
HAO (%)	: %48

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamuya hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalat sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. 2015 itibarıyla Erdemir Grubunun yurtiçi yassı çelik pazarındaki payı %36, uzun çelik pazarındaki payı ise %18 düzeyindedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-6,48	15,56	82,15
Rölatif %	0,36	12,59	42,05
En Yüksek (TL)	8,14	6,53	4,04
En Düşük (TL)	8,00	6,46	3,94

Analist : Serap KAYA  
İletişim : 0(212) 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## “Yatırım İhtiyacı Potansiyeli Sınırlıyor”

Yönetimin değişmesiyle ile beklentilerimiz doğrultusunda inorganik büyüme stratejisini askıya alan ve birkaç farklı yatırım planı olduğunu bildiğimiz Erdemir'in yakın gelecekte hangi yol haritasının izleneceğini açıklamasını bekliyoruz, kapasite artışına gidilmesinin söz konusu olabileceğini düşünüyoruz. 2018 yılının nispeten zor bir yıl olacağını öngörsek de, güçlü bilanço yapısı, yüksek operasyonel karlılığı, cazibesini koruyan temettü verimliliği ve yüksek kurdan olumlu etkilenen yapısıyla “Endeks Üzeri Getiri” (önceki “Endekse Paralel Getiri”) sağlayacağını düşünüyoruz. Erdemir hissesi için hedef fiyatımızı 7,0 TL'den 8,91 TL'ye yükseltiyor, uzun vadeli önerimizi “TUT” olarak koruyoruz.

(mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2014	11.484	2.516	1.601	0,40	16,4 x	9,7 x
2015	11.915	2.197	1.126	0,30	23,3 x	11,1 x
2016	11.637	2.687	1.516	0,41	17,3 x	9,1 x
2017T	17.698	4.809	3.194	0,41	8,2 x	5,1 x
2018T	19.268	3.991	2.309	0,62	11,4 x	6,1 x
2019T	20.039	4.104	2.321	0,62	11,3 x	6,0 x

- **Galvanizleme hattı yatırımı** - 2018'de devreye girmesi beklenen otomotiv sektörü ağırlıklı olarak üzere imalat sanayine hizmet edecek 350 bin ton kapasiteli yeni “Galvanizleme Hattı”, katma değerli ürünlerin gelirlerdeki payını artıracak, yaklaşık 120 mn \$'a mal olacak bu yeni hat ile toplam galvanizleme üretim kapasitesi ise iki katına çıkacak. Erdemir ayrıca yüksek katma değerli çeliklerin üretimine yönelik Isıl İşlem Tesisi yapımı kararı aldı. İki yıl içerisinde hayata geçmesi planlanan bu yatırımla Şirket, yüksek mukavemetli ve aşınmaya karşı dirençli çelikleri ürün gamına dahil edecek. Yapılacak tesis Erdemir'de bulunan, Türkiye'nin ilk ve tek levha haddehanesinin tamamlayıcısı konumunda olacak. Türkiye'de 2016'da 302 bin ton çelik levha ithal edildi. Erdemir'in yeni yatırımla ürün gamını 40-50 bin ton artırarak çeşitlendirmesini, ithalatçı konumunda olduğumuz pazardan pay almasını bekliyoruz.
- **Kapasite artırımı yatırımına ihtiyaç var** - Yönetimin değişmesiyle Şirketin büyümesini inorganik yollarla gerçekleştirme planı gündemden kalkarken, kapasite artışına gidilmesinin söz konusu olduğunu düşünüyoruz. Şirket yönetiminin birkaç farklı yatırım planı olmakla birlikte, hangi yol haritasının izleneceğinin yakında açıklanmasını bekliyoruz. Kapasite artışı kararının şirket finansallarına etkisinin uzun vadede pozitif olacağını beklemekle birlikte; yüksek yatırım harcamaları nedeniyle nakit akışlarına yatırım döneminde olumsuz etki edeceğini, yeni borçlanmaların finansal gider yaratarak net karı azaltacağını dolayısıyla temettü ödemelerinin önceki yıllara kıyasla daha düşük düzeye düşürülebileceği öngörüsüyle hisseyi orta vadede baskı altında bırakabileceği kanaatindeyiz.
- **Yükselen Dolar/TL kuru hisse için pozitif** - Şirketin gelirlerinin tamamı dolar bazlı olup, faaliyet giderleri dahil maliyetlerinin yaklaşık %15'i TL cinsindedir. Dolar bazlı oluşturduğumuz İNA analizimizde hesapladığımız şirket değeri dolar cinsinden değişirse de TL'deki değer kaybı hedef fiyatımızı yukarıya taşıyacaktır.
- **Yönetim 2017 beklentilerini paylaşmadı** -- Yıllık tahminlerini geleneksel olarak ilk çeyrek sonuçlarıyla birlikte açıklamakta olan Erdemir ikinci çeyrek sonrası da beklentilerini paylaşmaktan imtina etti. Sektörde ürün fiyatlarının ve hammadde maliyetlerinin belirsizliği nedeniyle 2017 satış hacmi ve operasyonel marjlara ilişkin öngörülere yer verilmediğini düşünüyoruz.
- **ArcelorMittal'in Erdemir paylarının satışı** - ArcelorMittal Erdemir'de sahip olduğu %12,08 oranındaki paylarının kısa vadede satışına ilişkin risk görmüyoruz. Daha önce ArcelorMittal'in Ilva ihalesini girmesiyle şirketin borçluluk oranında artış yaşanabileceğini, satın alınan finansmanına destek olmak amacıyla Erdemir hissesinde satış yapabileceğine ilişkin çekincelerimiz bulunmaktaydı. Ancak bu düşüncemiz satın alma şartlarının açıklanmasıyla birlikte ötelendi. Sonuç olarak borçlarını düşürme stratejisi bulursa da ArcelorMittal'in kısa vadede ek borçlanma ihtiyacı duymayacağını bunun da Erdemir hisselerindeki payını satış ihtimalini azalttığını düşünüyoruz.
- **Temettü getirisi cazibesini koruyor** - 2016 yılı karından 1,44 mlr TL brüt temettü ödeyen (%6,8 temettü verimi) Erdemir'in önümüzdeki dönemde temettü dağıtım oranının net karın %90'ı düzeyinde olmasını, temettü veriminin ise ortalama %10 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte önümüzdeki dönemde olası yatırımlar nedeniyle dağıtım oranında düşüşler gerçekleşse de düzenli temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz.
- **Erdemir için hisse başı hedef fiyatımız 2,51 \$/8,91 TL** - Erdemir hissesi 2017T 5,1x, 2018T 6,1x FD/FAVÖK çarpanıyla yurtdışı benzerlerine kıyasla sırasıyla %23 ve %3 iskontoyla işlem görmektedir. Son dönemdeki hisse performansı ile 12 aylık ortalama FD/FAVÖK ve F/K oranlarının sırasıyla %14 ve %28 altında kalan hisse için %13 yükseliş potansiyeli görüyor kısa vadeli önerimizi “Endeks Üzeri Getiri” (önceki “Endekse Paralel Getiri”) olarak değiştiriyoruz.

27 Eylül 2017 Çarşamba

Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış Gelirleri (net)	11.484	11.915	11.637	17.698	19.268	20.039
FAVÖK	2.080	1.635	2.030	4.031	3.165	3.257
Amortisman Giderleri	437	561	658	779	825	847
FAVÖK	2.516	2.197	2.687	4.809	3.991	4.104
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	15	-45	73	23	25	26
Finansal Gelir/Gider (Net)	-129	231	169	-60	17	-60
VÖK	1.966	1.821	2.271	3.994	3.208	3.223
Vergiler	-305	-659	-700	-679	-802	-806
Net Dönem Karı	1.661	1.162	1.572	3.315	2.406	2.417
Ana Ortaklık Karı	1.601	1.126	1.516	3.194	2.318	2.329
HBK		0,33	0,45	0,95	0,69	0,69

Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve Benzerleri	2.187	2.935	4.587	6.069	7.076	7.110
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.757	1.633	2.017	2.409	2.676	2.783
Stoklar	3.258	3.238	4.255	5.102	6.448	6.718
Maddi Duran Varlıklar	8.199	10.264	12.152	12.347	13.326	13.888
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	169	173	205	205	222	231
Diğer	364	392	435	507	584	609
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>15.934</b>	<b>18.634</b>	<b>23.651</b>	<b>26.640</b>	<b>30.333</b>	<b>31.339</b>
Finansal Borçlar	3.414	2.976	3.919	5.168	6.430	6.157
Kısa Vadeli	2.066	1.072	2.302	2.842	3.457	2.582
Uzun Vadeli	1.348	1.904	1.618	2.326	2.973	3.576
Ticari Borçlar	418	582	915	1.032	1.017	1.058
Özsermaye	10.310	12.538	15.660	16.421	17.949	18.911
Diğer		1.216	2.454	2.725	2.981	2.694
Net Borç	1.227	41	-667	-901	-646	-953

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
VÖK	1.966	1.821	2.271	3.994	3.208	3.223
Amortisman	437	561	658	779	825	847
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	10	-309	1.069	1.121	1.629	336
Vergi	-305	-659	-700	-679	-802	-806
Yatırım Harcaması	-344	-544	-482	-719	-853	-887
Temettü Ödemesi	-795	-1.409	-1.049	-1.435	-2.983	-2.165
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	438	-438	944	1.248	1.262	-272
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	19	1.724	-1.058	-2.827	-1.279	-243
Yıl boyunca yaratılan nakit	1.407	-976	2.711	4.310	2.286	277
Dönemsonu Nakit	2.187	2.935	4.587	6.069	7.076	7.110

Büyüme	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış	%17,4	%3,7	-%2,3	%52,1	%8,9	%4,0
FAVÖK	%29,6	-%12,7	%22,3	%79,0	-%17,0	%2,9
Net Kar	%72,9	-%30,0	%35,2	%110,9	-%27,4	%0,5

Çarpanlar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FD/Satışlar	2,1	2,1	2,1	1,4	1,3	1,2
FD/FAVÖK	9,7	11,1	9,1	5,1	6,1	6,0
F/K	16,6	23,7	17,5	8,3	11,4	11,4
PEG Rasyo	0,2	0,8	0,5	0,1	0,4	23,3
PD/DD	2,7	2,2	1,8	1,7	1,5	1,5

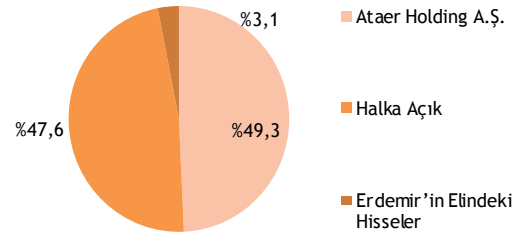
Finansal Rasyolar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Öz Sermaye Karlılığı	%16,1	%10,2	%11,1	%20,7	%14,0	%13,1
FAVÖK Marjı	%21,9	%18,4	%23,1	%27,2	%20,7	%20,5
Net Kar Marjı	%14,5	%9,8	%13,5	%18,7	%12,5	%12,1
Net Borç/Özsermaye	%11,9	%0,3	-%4,3	-%5,5	-%3,6	-%5,0
Net Borç/FAVÖK	%48,8	%1,9	-%24,8	-%18,7	-%16,2	-%23,2
KV Borç/ UV Borç	%153,3	%56,3	%142,3	%122,2	%116,3	%72,2
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%64,7	%67,3	%66,2	%61,6	%59,2	%60,3
Borç/Öz Kaynak	%33,1	%23,7	%25,0	%31,5	%35,8	%32,6
Cari Oran	%237,4	%305,9	%261,7	%252,4	%260,9	%328,9
Nakit Temettü	%40,2	%30,0	%41,0	%85,2	%61,9	%62,2

Şirket	Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	EREGL - EREGL TI, EREGL IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	7,86
Hedef Fiyat (TL)	8,91
Yükselme Potansiyeli	13,4%

### Ereğli Demir Çelik Hakkında

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamuya hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalat sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır. 2015 itibarıyla Erdemir Grubu'nun yurtiçi yassı çelik pazarındaki payı %36, uzun çelik pazarındaki payı ise %18 düzeyindedir.

### Ortaklık Yapısı



### SWOT Analiz

#### Güçlü Yönler

- Yurtiçi pazarındaki güçlü konumu
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Yüksek nakit pozisyonu, düşük borçluluk oranı
- Büyük yatırımların tamamlanmak üzere olması

#### Zayıf Yönler

- Tamamı kullanılan kapasitede artırımının gündemde olmaması
- Hammadde tedarikinde ithalata bağımlılık

#### Fırsatlar

- Yurtdışı Demir&Çelik üretici firmaların satın alımı
- Doların Türk Lirasına karşı değer kazanması
- Çin, Rusya ve Ukrayna çıkışlı ürünlere antidamping vergisi

#### Tehditler

- ArcelorMittal'in %12,1 oranındaki payının olası satışı
- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- Yurtiçi talepte yaşanabilecek daralmalar

27 Eylül 2017 Çarşamba

**1Y17 Finansal Sonuçları ve Projeksiyon Revizyonları**

Erdemir 1Y17'de artan ürün fiyatları ve Dolar/TL kuru sayesinde operasyonel büyümesini yükseltti. Yılın ikinci yarısında hammadde maliyetlerinde ilk yarıya kıyasla yükselme beklentimiz nedeniyle, marjlarda kısmen düşük seviyeleri görebileceğimizi öngörüyoruz. 2017 yılının ilk yarısında yurtiçinde uzun ürünlerin tüketimi %13, yassı ürünlerin tüketimi ise %6 düşüş gösterdi. Erdemir yurtiçi talepteki %6'lık gerilemeye paralel, yurtiçi satışlarının %9 (1Y17: 3,6 mn ton) azalmasıyla yönünü ihracata çevirdi ve geçen yıla göre ihracat hacimde %57'lik (1Y17: 759 bin ton) artış gözlemlendi.

Şirket, 1Y17'de 4,4 mn ton (y/y -%2) nihai ürün satışı gerçekleştirdi. Şirketin satış gelirleri 1Y17'de ürün fiyatlarında gözlenen artış (1Y17: y/y %39) ve Dolar/TL kurundaki pozitif değişim ile geçen yılın %69 üzerinde 8,9 mlr TL olarak açıklandı. 1Y17'de geçen yılın aynı dönemine göre başarılı hammadde maliyet yönetimi sayesinde yaşanan artış ile ton başına FAVÖK 67 \$'dan 159 \$'a yükselirken, FAVÖK marjı ise %28,4 olarak gerçekleşti. 2017'de Erdemir için 4,924 mlr \$ gelir, 1,338 mlr \$ FAVÖK ve 889 mn \$ net kar beklemekteyiz. FAVÖK marjı beklentimiz ise %27 seviyesindedir.

**Tablo 5: Projeksiyon Revizyonları**

mn \$	2016			2017			2018			2019		
	eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim
Satış Gelirleri	3.855	4.808	2,4%	4.557	4.972	9,1%	4.557	4.972	9,1%	4.557	4.972	9,1%
FAVÖK	890	1.208	10,8%	859	1.030	19,9%	891	1.018	14,3%	891	1.018	14,3%
FAVÖK Marjı (%)	23%	25%	2,1 yp	19%	21%	1,9 yp	20%	20%	0,9 yp	20%	20%	0,9 yp
Ton Başına FAVÖK (\$)	102	136	17 \$	95	114	19 \$	99	113	14 \$	99	113	14 \$
Net Kar	502	721	23,3%	464	596	28,4%	489	576	17,7%	489	576	17,7%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Değerleme ve Öneri**

Erdemir hedef fiyatımızda revizyona gidiyoruz.

- Ortalama ürün fiyatları ve maliyetlerinde beklentilerimizin ötesindeki gerçekleştirmeler nedeniyle satış gelirleri ve FAVÖK tahminimizde değişikliğe gittik.
- Önümüzdeki çeyreklerde hammadde maliyetlerinde bir miktar yükseliş gözlemeyi, yurtiçi tüketimdeki zayıflama nedeniyle slab ihracatının devam edeceği beklentisiyle yarı mamül fiyatlarının karlılığı bir miktar daha sulandıracağını, dolayısıyla Şirketin FAVÖK marjının 2017'de %27 olarak (önceki tahmin: %25) gerçekleşeceğini öngörüyoruz.
- 2017 yılına ilişkin yatırım harcamaları öngörümüzü düşük 1Y17 gerçekleştirmeleri (68 mn \$) ve şirket tahminleri doğrultusunda 200 mn \$ (önceki 350 mn \$) seviyesine düşürdük. 2018-2019 yıllarına ısıtma tesisi nedeniyle öngördüğümüz yatırım harcamalarını ekledik.
- USD bazlı İNA analizimizde kullandığımız risksiz faiz oranını %7,0'den %6,0'ya düşürdük.
- Önceki raporumuza göre yaklaşık 218 mn \$ düzeyinde artan borcu ise değerlememize yansıtık.

**Tablo 6: Erdemir Değerleme Özeti**

Değerleme Yöntemi	12 Aylık		FD/FAVÖK (2017T)
	Ağırlık	Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	
İNA	%70	7.946	5,9
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	9.855	7,3
Hedef Piyasa Değeri		8.518	6,3
Cari Piyasa Değeri		7.783	
Yükselme Potansiyeli		%9,4	
Sermaye (mn adet)		3.500	
Düzeltilmiş Sermaye*		3.392	
12A Hedef Hisse Fiyatı \$		2,51	
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		8,91	
Kapanış (TL)		7,86	
Yükselme Potansiyeli		13%	

\*Erdemir'in Elindeki Hisseler Hariç (mn adet)

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji



27 Eylül 2017 Çarşamba

**Tablo 7: Erdemir - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn \$)**

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%5,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%10,5
Borçlanma Maliyeti	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%6,5
Vergi Oranı	%17,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%5,8	%5,3	%5,3	%5,3	%5,3	%4,9
Özsermaye Oranı	%61,6	%59,2	%60,3	%60,0	%60,5	%62,7
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%9,0	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,4

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn \$)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T (TD)
Satış Gelirleri	4.924	4.972	4.972	4.972	4.972	4.972
Büyüme	%27,7	%1,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
FVÖK	1.121	817	808	799	793	787
Operasyonel Kar Marjı	%22,8	%16,4	%16,3	%16,1	%16,0	%15,8
Vergi Oranı (%)	-%21,7	-%25	-%25	-%25	-%25	-%25
Vergi	-207	-189	-207	-200	-199	-199
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	915	628	601	599	594	588
+ Amortisman	217	213	210	207	202	196
FAVÖK	1.338	1.030	1.018	1.007	995	983
FAVÖK Marjı	%27,2	%20,7	%20,5	%20,2	%20,0	%19,8
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-%92	-%103	-%105	-%77	-%79	-%100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-136	-267	-108	-49	-83	-53
Satışlardaki değişim	1.069	48	0	0	0	0
Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim	-%12,7	-%558,9	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
- Yatırım Harcamaları	200	220	220	160	160	196
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	796	353	484	598	553	535
Sonsuz Büyüme Oranı						%1,0
Sonsuza Giden Değer						7.298
İskonto Faktörü	0,96	0,88	0,81	0,75	0,69	0,63
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 30 Haziran 2017	762,1	311,6	392,1	446,2	379,2	4.618,8
Firma Değeri - 30 Haziran 2017	6.910					
Net Borç	-64					
Özsermaye Değeri - 30 Haziran 2017	6.974					
Öz Sermaye Maliyeti	%11,0					
12A Hedef Özsermaye Değeri	7.946					

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler**

- USD bazlı İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %6,0 (önceki %7,0) Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,0x beta ve kapasite kısıtı nedeniyle %1 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- **Gelirler:** Satış hacminde kapasitenin sınırlarına dayanması ve yüksek kullanım oranı nedeniyle %1 yıllık bileşik büyüme öngörüyoruz. Erdemir'in artan hammadde maliyetlerine rağmen ürün fiyatlarını maliyet sepetine benzer gerçekleştirme çabaları nedeniyle 2017 öngörülerimizi yukarı yönlü revize ettik. Bununla birlikte Çin'in yerel çelik talebinin azalmasıyla ihracata yönelmesi ürün fiyatlarının gerilemesine neden olabileceğinden 2018 ve sonrası dolar bazlı daha düşük seviyeler öngördük.
- **Operasyonel Marjlar:** FAVÖK marjını 2017'de %27'e yükseltirken, artan hammadde maliyetleri nedeniyle değerlendirme dönemi boyunca ortalama %20 seviyelerinde seyredeceğini tahmin ediyoruz.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin yapacağı yatırım harcamalarını 2017 yılında 200 mn \$'a düşürdük, 2018-2019 yıllarındaki tutarı ise ısıtım tesisi için yapacağı harcamaları yansıtmamız nedeniyle 200 mn \$'a yükselttik, sonraki yıllar için ise önemli bir kapasite yatırımı gerçekleştirmeyeceği beklentisiyle 160 mn \$ düzeyinde olacağı varsayımında bulunduk.
- **Temettü:** Erdemir'in önümüzdeki dönemde temettü dağıtım oranının net karın %90'ı düzeyinde olmasını, temettü veriminin ise ortalama %10 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte önümüzdeki dönemde olası yatırımlar nedeniyle dağıtım oranında düşüşler gerçekleşse de düzenli temettü ödemeye devam edeceğimizi düşünüyoruz.
- **Aşağı/Yukarı yönlü riskler:** Çelik fiyatlarındaki ve hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satış gelirleri ve FAVÖK varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır. Yatırım harcamalarının öngörülerimizin altında/üzerinde oluşması nakit akımlarında artışa/zayıflamaya neden olabilir.

27 Eylül 2017 Çarşamba

## Ek 1: Kardemir ve Erdemir - Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12M	F/K			FD/FAVÖK		
					2017T	2018T	2019T	2017T	2018T	2019T
EREGLI	Türkiye	7.393	7.460	1,7	10,3	15,2	15,8	6,1	7,9	8,0
KARDEMİR	Türkiye	715	1.158	1,0	10,1	7,2	5,8	6,5	5,5	5,0
<b>Asya</b>										
BAOSHAN IRON & A	Çin	23.812	37.189	1,0	12,0	10,7	8,8	6,6	6,2	5,3
ANGANG STEEL-H	Çin	6.906	10.548	0,9	10,0	10,9	9,2	7,4	7,2	6,4
MAANSHAN IRON-H	Çin	4.804	7.990	1,1	10,5	10,0	8,1	6,3	6,3	5,2
TATA STEEL LTD	Hindistan	9.511	20.923	1,6		10,4	9,2	9,4	6,9	6,6
NSSMC	Japonya	21.837	43.143	0,8		10,7	10,1	11,8	7,9	7,4
KOBE STEEL LTD	Japonya	4.219	9.565	0,7			11,2	10,5	5,6	5,2
POSCO	Güney Kore	23.578	37.623	0,6	9,5	8,8	8,7	5,5	5,3	5,2
CHINA STEEL CORP	Tayvan	12.604	21.542	1,3		18,6	15,1	9,6	9,1	9,2
NOVOLIPETSK STEE	Rusya	13.367	14.421	2,0	8,4	9,6	9,1	5,4	6,2	5,7
SEVERSTAL	Rusya	12.713	13.537	4,0	8,5	9,5	8,7	5,6	6,4	6,0
MMK	Rusya	8.480	8.731	1,7	8,5	8,8	8,6	4,8	5,0	4,8
MECHEL	Rusya	1.138	8.850		1,6				13,6	
EVRAZ	Rusya	5.525	9.932	4,6	6,6	6,9	5,5	4,2	5,2	4,7
<b>Avrupa</b>										
VOESTALPINE AG	Avusturya	9.240	13.838	1,4	17,2	12,0	11,6	8,2	6,4	6,4
THYSSENKRUPP AG	Almanya	16.524	24.736	8,0		14,0	11,8	7,4	6,6	6,2
OUTOKUMPU OYJ	Finlandiya	4.241	5.572	1,4	9,7	11,3	9,0	6,0	6,4	6,0
ARCELORMITTAL	Lüksemburg	25.482	39.591	0,7	7,6	7,5	6,1	5,0	4,9	4,6
ACERINOX	İspanya	3.832	4.832	1,7		13,7	12,7	7,8	7,2	6,7
<b>Amerika</b>										
US STEEL CORP	ABD	4.105	5.511	1,6	12,7	8,9	8,2	4,9	4,3	3,6
STEEL DYNAMICS	ABD	7.777	9.201	2,5	11,6	11,1	10,4	6,4	6,2	5,7
AK STEEL HLDG	ABD	1.650	3.556		9,9	5,6	7,5	6,6	5,4	5,9
SID NACIONAL	Brezilya	4.112	12.131	1,6	16,7	16,2	6,5	7,0	6,9	5,9
USIMINAS	Brezilya	3.920	5.859	1,0			17,4	8,6	8,2	7,2
GERDAU-PREF	Brezilya	5.964	10.439	0,7	18,7	14,2	9,8	7,6	6,2	5,6
Yurtdışı Benzer Şirket Ort.		9.806	15.802	1,9	10,6	10,9	9,7	7,1	6,7	5,9
Ortalama		9.806	15.802	1,9	10,6	10,9	9,7	7,1	6,7	5,9
Medyan		7.342	10.494	1,4	9,9	10,7	9,1	6,6	6,3	5,9
Max		25.482	43.143	8,0	18,7	18,6	17,4	11,8	13,6	9,2
Min		1.138	3.556	0,6	1,6	5,6	5,5	4,2	4,3	3,6

Kaynak: Bloomberg, 25.09.2017

## Ek 2: Hisse performansları

Getiri Performansları %	Mutlak			Rölatif	
	KRDMD	EREGL	XU100	KRDMD / EREGL	EREGL / KRDM
Aylık	0,9	-2,0	-5,3	2,9	-2,8
3 Aylık	12,7	-0,6	-3,1	13,4	-11,8
12 Aylık	41,7	21,1	4,3	17,0	-14,5
Yılbaşına Göre	100,9	64,2	33,0	22,4	-18,3

## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

### Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlanması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

### Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Yasal Çekince Bildirimi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.



[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr)

## Genel Müdürlük

Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İstanbul  
(0212) 352 35 77

## Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

[vkayarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:vkayarastirma@vakifyatirim.com.tr)

Sezai ŞAKLAROĞLU

Selahattin AYDIN

Tuğba SAYGIN

Serap KAYA

Esra Sarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.