# ERDEMİR EREGL

## Geçici maliyet baskısı uzun vadede alım fırsatı yaratıyor; önerimizi Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz.

Erdemir için tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"'den "Endeks Üzeri Getiri"ye yükseltirken, 12 aylık hedef değerimizi %14,7 azaltarak 43,0 TL'ye güncelliyoruz. Yeni hedef fiyatımız, son kapanış fiyatına kıyasla %39,2 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Hammadde maliyetlerindeki son artışın 4Ç26 karlılığına yansımasını ve FAVÖK/t seviyesinin 3Ç26'daki 79 ABD$/t'dan 76 ABD$/t'a gerilemesini bekliyoruz. Söz konusu kısa vadeli karlılıktaki zayıflamanın uzun vade için alım fırsatı olabileceğini düşünüyoruz. Güncel fiyatlar baz alındığında, özellikle yassı çelik fiyatlarındaki son yükseliş sayesinde 100 ABD doları seviyesinde FAVÖK/ton hesaplıyoruz. Türkiye'de ek ticaret koruması modellemediğimiz bir yukarı yönlü potansiyel; önemli çelik ihracatçısı ülkelerden Türkiye pazarına gelebilecek baskı, olası önlemler yürürlüğe girene kadar temel risk unsurlarından biri olarak öne çıkmaktadır.

- **Maliyet artışı 4Ç26 karlılığını baskılıyor; ancak spot fiyatlar zayıflığın alım fırsatı sunduğuna işaret ediyor.**

Koklaşabilir kömür fiyatlarının son dönemdeki artışı ile 4Ç26T ton başına FAVÖK seviyesinin 3Ç26'daki 79 ABD$/t'dan 76 ABD$/t'a gerilemesini bekliyoruz. Daha yüksek ürün fiyatları ve koklaşabilir kömür maliyetlerindeki gerileme sayesinde spot FAVÖK/t 100 ABD$ seviyesinde bulunmaktadır. Bu seviye, 2027T için 100 ABD$/t FAVÖK tahminimizle de örtüşmektedir.

- **2027–2028T FAVÖK tahminlerimiz piyasa beklentilerinin altında.**

FAVÖK tahminimiz 2027–28T'de piyasa beklentilerinin %13 ve %15 altında. 2026T net kardaki %28'lik pozitif farkımız FAVÖK altı kalemlerden geliyor.

- **Dış ticaret politikası, değerlememize dahil edilmeyen ilave yukarı yönlü potansiyel sunuyor.**

Dahilde İşleme Rejimi'nde (DİR) asgari yurt içi tedarik payı %0'dan %25'e çıktı. Yassı üründe anti-damping veya korunma önlemleri ek potansiyel yaratır; yakın vadede ihtimali çok düşük gördüğümüzden modele dahil etmiyoruz.

- **Yatırım harcamaları 2028–2030 verimlilik artışı hedefliyor.**

2030'a kadar planlanan 3,2 mlr ABD$'lık yatırım harcaması nedeniyle 2026T'de negatif serbest nakit akışı öngörülürken, 3Ç26 sonu net borç 133 mn ABD$ olarak gerçekleşmiştir. Bingöl–Avnik projesinin ise 2030 yılına kadar brüt karlılığa yıllık 200–250 mn ABD$'ı ilave katkı sağlaması hedeflenmektedir.

- **Katalizörler**

AB kota tahsislerine ilişkin gelişmeler, DİR dışındaki ilave dış ticaret önlemleri, güneş enerjisi projesinin ilk %20'lik bölümünün 2026 sonuna kadar devreye alınması ve Bingöl–Avnik projesinin 2027 sonuna kadar tamamlanması potansiyel katalizörlerdir.

### KAR TAHMİNLERİ VE DEĞERLEME

| mn ABD$ | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---|---|---|---|
| Satış Gelirleri | 5,299 | 6,007 | 6,221 | 6,549 |
| FAVÖK | 519 | 628 | 855 | 1,105 |
| FAVÖK marjı (%) | 9.8 | 10.5 | 13.7 | 16.9 |
| Net Kar | 13 | 263 | 272 | 456 |
| HBK (ABD$) | 0.00 | 0.04 | 0.04 | 0.07 |
| F/K (x) | 343.6 | 16.5 | 15.9 | 9.5 |
| FD/FAVÖK (x) | 10.5 | 8.9 | 6.6 | 5.0 |
| FD/Satışlar (x) | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |

*Kaynak: Şirket verileri, Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri. .*

TAVSİYE

**ENDEKS ÜZERİ GETİRİ**

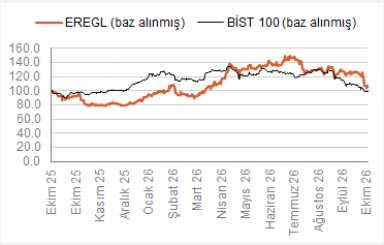
| HEDEF FİYAT | POTANSİYEL |
|---|---|
| 43,0 TL | +%39,2 |

Fiyat (3 Kasım): 30,90 TL

### TEMEL VERİLER

| | |
|---|---|
| Sektör<br>**Demir Çelik** | Bloomberg / Reuters<br>**EREGL TI / EREGL.IS** |
| Piyasa değeri<br>**4,3 mlr ABD$** | Firma değeri<br>**5,4 mlr ABD$** |
| Hisse sayısı<br>**7.000 mn** | Halka açıklık<br>**%46** |
| Ort. işlem hacmi (3A)<br>**102 mn ABD$** | 52 haftalık aralık<br>**23.3-44.2 TL** |

### 12 AYLIK PERFORMANS




**Mutlak: +%8,6 | Göreceli: +%8,9**

### ŞİRKET PROFİLİ

Erdemir, Ereğli'deki yassı ve uzun mamul tesisleri ve İsdemir aracılığıyla İskenderun'daki tesisleriyle Türkiye'nin önde gelen entegre çelik üreticisidir. Şirket, 2025 yılında büyük kısmı yurt içinde olmak üzere 7,8 mn ton satış gerçekleştirmiş olup, toplam satış hacminin %10-%15'i düzeyinde bir ihracat hedeflemektedir.

### ANALİSTLER

**H.Erdem KAYLI**
Genel Müdür Yardımcısı
**erdem.kayli@vakifyatirim.com.tr**
0212 919 48 25

**Hande İrem YILDIZ**
Analist
**hande.yildiz@vakifyatirim.com.tr**
0212 919 47 95

*Analist beyanı, tavsiye tanımları ve önemli açıklamalar için raporun sonundaki Açıklamalar bölümüne bakınız. Vakıf Yatırım, araştırma raporlarında yer alan şirketlerle iş ilişkisi içinde bulunabilir veya bulunmayı hedefleyebilir.*

# Yatırım tezi

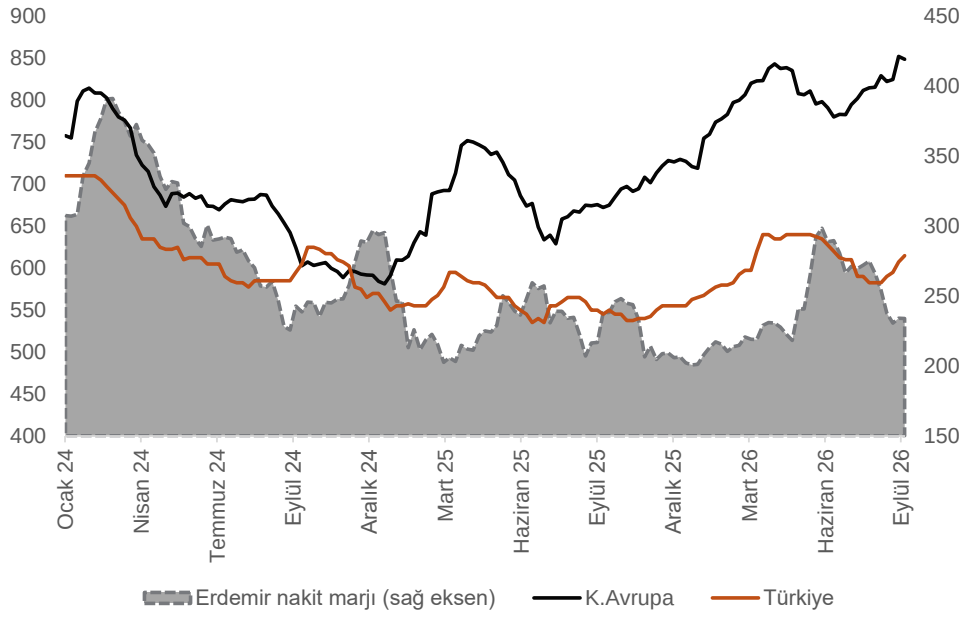
**4Ç26'da maliyet baskısının artması beklenirken, 100 ABD$/ton seviyesindeki spot FAVÖK, fiyat geri çekilmelerinin alım fırsatı sunduğuna işaret ediyor.**

Hammadde maliyetlerindeki yakın dönemli artışın kısa vadeli kar büyümesi üzerinde baskı oluşturması beklenmekte olup, bu etkinin 4Ç26 finansallarına yansıması öngörülmektedir. Bu doğrultuda, 4Ç26 FAVÖK/t tahminimiz 3Ç26'daki 79 ABD$/t'dan 76 ABD$/t'a gerilemektedir. Spot fiyatlar daha farklı bir tablo ortaya koymaktadır. Maliyetlerdeki düşüşün, özellikle koklaşabilir kömür fiyatlarındaki gerilemenin etkisi ve ürün fiyatlarında gözlenen artışla birlikte, spot fiyatlar üzerinden hesaplanan FAVÖK/t seviyesi 100 ABD$/t'a ulaşmaktadır. Tahminimiz ile spot seviyeler arasındaki 24 ABD$/t'luk fark büyük ölçüde daha yüksek ürün fiyatlarından kaynaklanmaktadır. Bu farkın 8,3 mn tonluk yıllık satış hacmi boyunca korunması, yaklaşık 200 mn ABD doları ilave FAVÖK potansiyeline işaret etmekte olup, bu tutar 2026 yılı FAVÖK tahminimizin %32'sine karşılık gelmektedir. Hisse fiyatı, son bir ayda %17 geriledi (BIST-100'ün %6 altında performans). Beklenen 4Ç26 operasyonel zayıflığının hisse fiyatına yansımasını alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

**Türkiye'de HRC fiyatları artık Avrupa fiyat seviyelerini değil, fiyat hareketlerinin yönünü takip ediyor.**

2026'nın ilk yarısında küresel yassı çelik piyasalarındaki fiyat artışları ve DİR'deki değişiklik, Türkiye'de yassı çelik fiyatlarını desteklerken, Erdemir'in nakit marjı tarihsel medyan seviyesine yaklaşmıştır. Haziran ayından bu yana Türkiye yassı ürün (sıcak haddelenmiş) fiyatları, özellikle Avrupa olmak üzere bölgesel fiyat hareketlerini daha yakından takip etmiştir. 4Ç26'da gerçekleşen satış fiyatlarının spot fiyatların altında kalmasını ve koklaşabilir kömür fiyatlarındaki artışın finansal tablolara yansımasını dikkate aldığımızda nakit marjın 4Ç26'da daralmasını, ardından spot seviyelere doğru toparlanmasını bekliyoruz.

**Tablo 1: Erdemir'in nakit marjı haziran zirvesinden gerilerken, Türkiye yassı çelik fiyatları Avrupa seviyelerinin belirgin şekilde altında seyrediyor (ABD$/ton)**



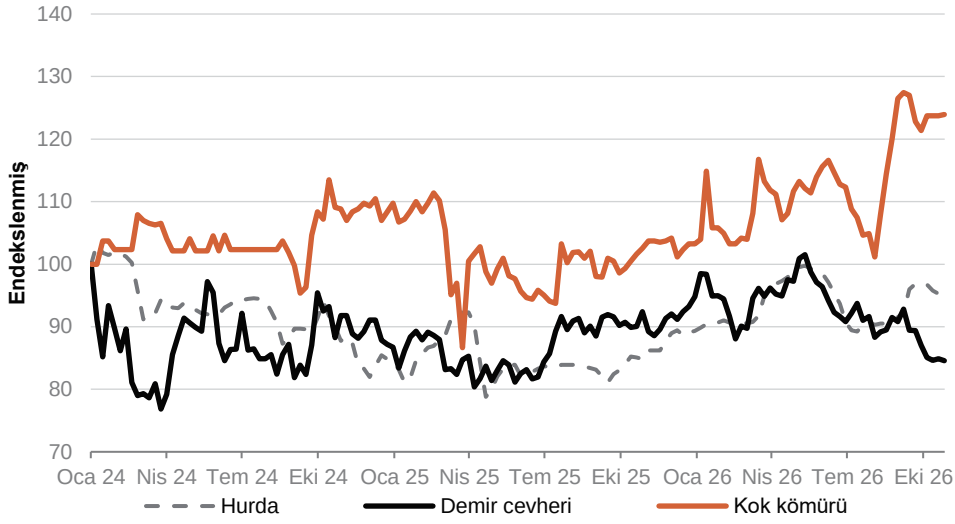

*Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma*

**Koklaşabilir kömür fiyatları şubattan bu yana %22 artarken, 4Ç26 performansını maliyet artışlarının satış fiyatlarına ne ölçüde yansıtılabileceği belirleyecek.**

Koklaşabilir kömür fiyatları, enerji arzındaki aksaklıklar ve Çin'deki arz kısıtları nedeniyle şubat sonunda ABD–İran çatışması başlamadan önceki yaklaşık 219 ABD$/ton seviyesinden ekim ayında 273 ABD$/tona yükselmiştir. Demir cevheri fiyatlarında ise sınırlı bir değişim görülmüştür. Hürmüz Boğazı'ndaki taşımacılık riskleri, petrol ve doğal gaz fiyatlarının yanı sıra navlun ve savaş riski sigortası maliyetlerini de artırmıştır. Bu maliyetler bölgesel çelik fiyatlarına taban oluşturmakla birlikte, Erdemir'in nakit maliyetlerine de yansımakta olup; bu maliyetlerin ne ölçüde satış fiyatlarına yansıtılabildiği ise 4Ç26 marjının seyrini belirleyecektir. Artan maliyetlerin finansal tablolara yansımasıyla ton başına FAVÖK seviyesinin 3Ç26'daki 79 ABD$/t'dan 4Ç26'da 76 ABD$/t'a gerilemesini bekliyoruz. Buna karşılık, daha yüksek ürün fiyatları

ve koklaşabilir kömür fiyatlarında son dönemde görülen gerileme doğrultusunda, spot ton başına FAVÖK seviyesini 100 ABD$/t olarak hesaplıyoruz.

**Tablo 2: Koklaşabilir kömür, hammadde maliyetlerindeki artışa öncülük ediyor (Endekslenmiş hammadde fiyatları 1 Ocak 2024 itibariyle)**

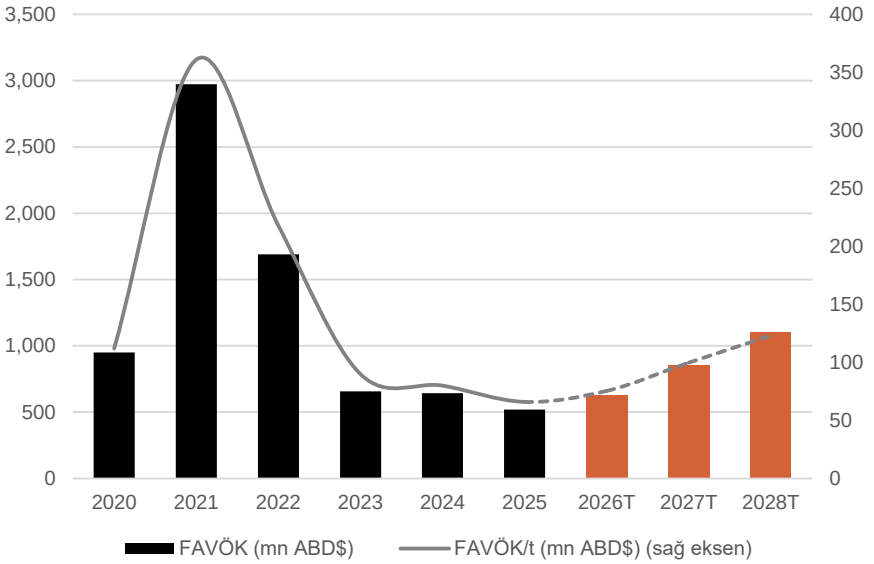



*Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma*

**Kapasite kullanım oranının %93'e, 2026T satış hacminin ise 8,3 mn tona ulaşmasını bekliyoruz.**

Hacim artışı artık operasyonel performansı belirleyen temel unsur olmaktan çıkmıştır. Yeni tesislerin devreye alınmasıyla birlikte ham çelik kapasite kullanım oranı (KKO), 1Y25'teki %77 seviyesinden 1Y26'da %95'e yükselmiştir. Üretim 4,3 mn ton, satış hacmi ise yıllık %13,5 artışla 4,2 mn ton olarak gerçekleşmiştir. Mevcut 2–2,5 aylık sipariş birikimi, aralık ayına kadar olan dönem için satış görünürlüğü sağlamaktadır. 2026 yılında satış hacminin, %93 kapasite kullanım oranıyla 8,3 mn tona ulaşmasını bekliyoruz (2025: %85 kapasite kullanım oranıyla 7,8 mn ton).

**Tablo 3: Devam eden yatırımların tamamlanmasıyla FAVÖK'ün 2025'teki dip seviyesinden kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz**




*Kaynak: Erdemir, Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri*

**FAVÖK tahminlerimiz tüm yıllarda piyasa beklentilerinin altında kalıyor.**

## Piyasa beklentilerinden ayrıştığımız noktalar

İhtiyatlı nakit marj varsayımlarımız doğrultusunda FAVÖK tahminlerimiz 2026T'de piyasa beklentilerine paralel olup, 2027T'de %13 ve 2028T'de %15 altında kalmaktadır. Kapasite kullanımındaki artışın büyük ölçüde fiyatlandığını düşündüğümüz için gelir tahminlerimiz piyasa beklentilerine yakın seyretmektedir. (2027–2028T'de %2,9–1,2 altında). Buna bağlı olarak, 2028T FAVÖK marjı tahminimiz %16,9 ile piyasa beklentilerine göre %19,6 seviyesinin altında bulunmaktadır.

Net kar tarafında ise 2026T tahminimiz 263 mn ABD$ ile 205 mn ABD$ seviyesindeki piyasa beklentisinin %28,3 üzerinde yer alırken, 2027–2028T tahminlerimiz sırasıyla %9,6 ve %24,1 altında kalmaktadır. 2026T'deki bu pozitif ayrışma operasyonel performanstan kaynaklanmayıp; modelimizde 160 mn ABD$ vergi öncesi kara karşılık 120 mn ABD$ ertelenmiş vergi geliri öngörülmektedir.

**Tablo 4: FAVÖK tahminlerimiz tüm yıllarda piyasa beklentilerinin altında kalırken, 2026T net kar tahminimizdeki pozitif ayrışma faaliyet dışı kalemlerden kaynaklanıyor**

| mn ABD$ | 2026T | Kons. | 2027T | Kons. | 2028T | Kons. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Satış Gelirleri** | 6,007 | 5,578 | 6,221 | 6,405 | 6,549 | 6,628 |
| *Gelir vs Kons (%)* | 7.7 | | -2.9 | | -1.2 | |
| **FAVÖK** | 628 | 630 | 855 | 978 | 1,105 | 1,297 |
| *FAVÖK vs Kons (%)* | -0.3 | | -12.6 | | -14.8 | |
| **Net Kar** | 263 | 205 | 272 | 301 | 456 | 601 |
| *Net Kar vs Kons (%)* | 28.3 | | -9.6 | | -24.1 | |

*Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri*

## Dış ticaret politikası: AB'de sınırlı risk, yurt içi korumada yukarı yönlü potansiyel; zamanlama belirleyici

**Çelik dış ticaret politikasındaki değişiklikler, tahminlerimizin temel belirleyicisi olmaktan ziyade Erdemir için ek yukarı yönlü potansiyel sunuyor.**

Dış ticaret politikası, tahminlerimizin temel belirleyicisi olmaktan ziyade Erdemir için ilave yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır. Şirketin düşük ihracat payı, AB'nin sıkılaşan düzenlemelerinden kaynaklanabilecek olumsuz etkileri sınırlamaktadır. Dahilde İşleme Rejimi (DİR) değişikliği de yurt içi tedarikte yerli üreticiler lehine bir ortam oluşturmuştur. Türkiye pazarında ilave koruma önlemlerinin alınması durumunda ise ağırlıklı olarak iç pazara odaklanan üreticilerin, ihracat ağırlıklı rakiplerine kıyasla daha fazla fayda sağlaması beklenmektedir.

AB'nin çelik ticaretine yönelik düzenlemesi, AB'li üreticileri küresel kapasite fazlasına karşı korumak amacıyla 1 Temmuz 2026'da yürürlüğe girmiştir. Düzenleme kapsamında, 26 ürün kategorisinde toplam yaklaşık 18,3 mn tonluk gümrüksüz kota belirlenmiş; kotanın dolması halinde %50 gümrük vergisi uygulanması öngörülmüştür. Türkiye'nin de düzenleme kapsamına alınması nedeniyle Türk ihracatçılar açısından Türkiye'ye tahsis edilen ürün bazlı kotaların büyüklüğü ve dolum hızı belirleyici olacaktır. Menşe ve izlenebilirlik kurallarının yanı sıra Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM) kaynaklı karbon maliyetleri de ihracatçılar üzerindeki yükü artırmaktadır. Türkiye'nin çelik üretimi ve ihracatı 2025'te artış göstermiş olmakla birlikte, kotaların önümüzdeki dönemde Avrupa pazarına erişimi zorlaştırması beklenmektedir. Erdemir'in bu düzenlemeden kaynaklanan riski ise sınırlı görünmektedir. Şirketin ihracatının toplam satışlar içindeki payı, 2025'te yaklaşık %20 seviyesinden 2026'nın ilk yarısında %15'e gerileyerek %10–15'lik hedef aralığına yaklaşmıştır. Bu doğrultuda, düzenlemenin Erdemir'in finansal sonuçları üzerindeki doğrudan etkisinin sınırlı kalacağı öngörülmektedir.

2018'den bu yana ABD, AB ve Türkiye'de çelik dış ticaret politikalarının yönü daha fazla kota, daha yüksek gümrük vergileri ve çeliğin üretim menşeine yönelik daha sıkı denetimler şeklinde gelişmiştir. Tahmin dönemimiz boyunca bu eğilimin üç farklı senaryo doğrultusunda ilerleyebileceği ve her bir senaryonun Erdemir üzerinde farklı etkiler yaratacağı değerlendirilmektedir.

**AB pazarına erişimin sıkılaşması:** AB'nin ülke bazlı kotaları daha da düşürmesi, ürün bazında kota dağılımını ayrıntılandırması veya "eritme ve döküm" melt-and-pour standardı gibi menşe kriterlerini sıkılaştırması olasıdır. Serbest tahsislerin kademeli olarak kaldırılmasıyla SKDM maliyetlerinin de zaman içinde artması beklenmektedir. Bu gelişmeler, AB pazarına bağımlılığı yüksek Türk çelik üreticilerini, satış hacminin yalnızca %10–15'ini ihraç eden Erdemir'e kıyasla daha fazla etkileyecektir. Bununla birlikte, asıl risk dolaylı etkilerden kaynaklanmaktadır: AB pazarında satış imkanı daralan diğer yerli üreticilerin ürünlerini Türkiye iç pazarına yönlendirmesi, yurt içi rekabeti artırabilir.

**Ticaretin yön değiştirmesi:** AB ve ABD pazarlarına erişimin kısıtlanmasıyla, önemli bir bölümü Çin kaynaklı olan çelik arz fazlasının alternatif pazarlara yönelmesi gerekmektedir. Türkiye ve çevresindeki ihracat pazarları bu açıdan öne çıkan destinasyonlardır. Türkiye'nin ilave dış ticaret önlemleri almaması durumunda, yön değiştiren bu hacimlerin yurt içi yassı çelik fiyatları ve Erdemir'in marjları üzerinde baskı oluşturması beklenmektedir.

**Türkiye'de ithalat düzenlemelerinin sıkılaştırılması**: Bugüne kadar atılan somut adım, Dahilde İşleme Rejimi (DİR) kapsamında asgari yurt içi tedarik oranının %0'dan %25'e yükseltilmesi olmuştur. Bu değişiklik, ihracatçıların girdi talebinin bir bölümünü halihazırda Erdemir gibi yerli yassı çelik üreticilerine yönlendirmektedir. Yassı çelik ürünlerine yönelik daha geniş kapsamlı anti-damping veya korunma önlemleri ile ithalat denetimlerinin sıkılaştırılması henüz açıklanmamış olup, bu adımların zamanlaması ve kapsamı belirsizliğini korumaktadır. Bu nedenle söz konusu olasılıklara tahminlerimizde yer vermiyoruz. İthalat baskısının artması durumunda ise ilave önlemlerin alınması yönündeki gerekçelerin güçlenmesi beklenmektedir. Türkiye'nin önde gelen yassı çelik üreticilerinden biri olan Erdemir'in, yurt içi fiyat primindeki artış yoluyla bu önlemlerden ilk fayda sağlayacak şirketler arasında yer alacağını düşünüyoruz.

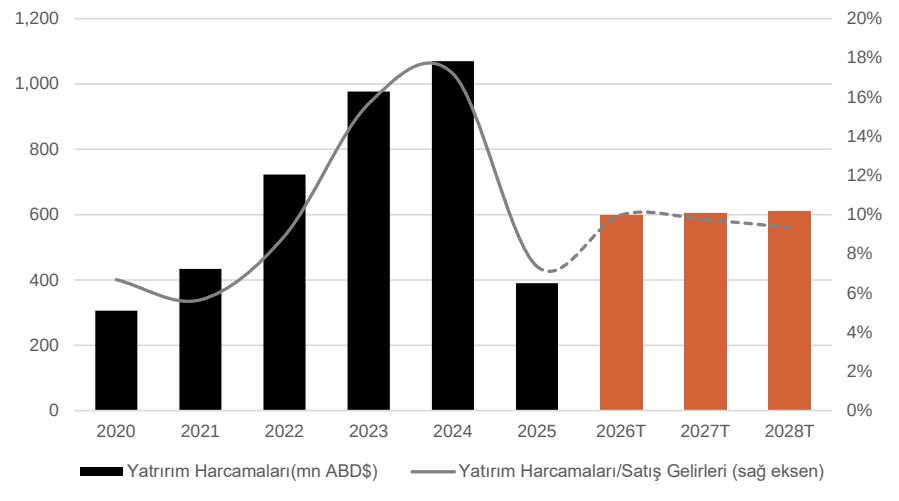
Temel risk ise zamanlamadan kaynaklanmaktadır. Yön değiştiren çelik hacimlerinin Türkiye'de daha sıkı gümrük düzenlemeleri yürürlüğe girmeden önce pazara ulaşması durumunda, marjlar üzerindeki baskının öncelikle hissedilmesi beklenmektedir.

## 3,2 mlr ABD$'lık yatırım harcaması, 2026'da kadar nakit akışını baskılarken 2028'den itibaren maliyet avantajı sağlayacak

**Yatırım harcamaları yaklaşık 600 mn ABD$ seviyesinde olup, 2026T'de SNA'nın negatif gerçekleşmesi beklenmektedir.**

Erdemir, 2030 sonuna kadar toplam 3,2 mlr ABD$ yatırım harcaması planlamakta olup, modelimizde yıllık yatırım harcamaları 600–624 mn ABD$ seviyesinde, cironun yaklaşık %10'u olarak öngörülmektedir. Yatırımların ağırlıklı olarak uluslararası sürdürülebilirlik bağlantılı finansman kaynaklarıyla karşılanması beklenmektedir. İndirgenmiş nakit akışı (İNA) modelimizde 2026T serbest nakit akışı -331 mn ABD$ olarak hesaplanırken, net borcun yaklaşık 1,2 mlr ABD$'a yükselerek 2026T FAVÖK'ünün 1,9–2,0 katına ulaşması öngörülmektedir. Net borç, 3Ç26 sonunda 7,4 mlr TL'lik işletme sermayesi artışının ardından 50,5 mlr TL'ye (1.033 mn ABD$) ve 1,82x seviyesine ulaşmıştı.

**Tablo 5: Yatırım harcamalarının 2026–2028T döneminde cironun yaklaşık %10'u seviyesinde yatay seyretmesi beklenmektedir**




*Kaynak: Erdemir, Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri*

**Bingöl–Avnik projesi, finansal sonuçları etkileyecek bir yatırım projesidir.**

550 mn ABD$ yatırım tutarına sahip pelet tesisinin (yıllık 3 mn ton zenginleştirme ve peletleme kapasitesi) 2027 sonunda tamamlanması, 2028'de kademeli olarak devreye alınması ve 2030 itibarıyla %80–85 kapasite kullanım oranına ulaşması planlanmaktadır. Tesis, 250–300 mn ton olarak belirlenen manyetit rezervleri üzerinde konumlanmakta olup, 100 mn tonun üzerinde pelet üretimine yetecek kaynağa sahiptir ve ithal pelet ihtiyacını ikame edecektir. Yönetim, tam kapasiteye ulaşıldığında yıllık 200–250 mn ABD$ ek brüt kar elde edilmesini hedeflemektedir. Bu, hedeflenen üretim seviyesinde ton başına 67–83 ABD$ brüt kara ve yatırımın öngörüldüğü şekilde hayata geçirilmesi halinde üç yıldan kısa geri ödeme süresine karşılık gelmektedir. Projenin ekonomik getirisi ise demir cevheri ve pelet fiyatlarının seyrine bağlı olacaktır. Modelimizde, söz konusu yatırımın 2028 itibarıyla 250 mn ABD$ ek FAVÖK katkısı sağlayacağını halihazırda öngörüyoruz.

**Yatırım programının geri kalanı ise daha sınırlı maliyet avantajları ve tedarik güvenliğinde iyileşme sağlayacaktır.**

2,8 mn ton/yıl sıvı ham demir kapasitesine sahip 1 No'lu Yüksek Fırın devreye alınmış, yıllık 800 bin ton kapasiteli 4 No'lu Kok Bataryası ise 2025'te faaliyete geçerek ithal kok ihtiyacını azaltmıştır. Van ve Malatya'daki toplam 424 MWp kurulu güce ve yıllık yaklaşık 770 GWh üretim kapasitesine sahip güneş enerjisi santrallerinin %20'sinin 2026 sonunda, kalan kısmının ise 2027'de devreye alınması planlanmaktadır. Erdemir ve İsdemir'de planlanan elektrik ark ocağı (EAF) yatırımlarıyla toplam ham çelik kapasitesinin 2030'a kadar yaklaşık 13 mn tona çıkarılması hedeflenirken, doğal gaz bazlı doğrudan indirgenmiş demir (DRI) teknolojisi ilerleyen dönemde hidrojen kullanımına geçiş için bir alternatif sunmaktadır. Yıllık 7 bin ton kapasiteli pilot piroliz tesisi ise biyokömür kullanımını test etmektedir. Şirket, 2022 baz yılına kıyasla ton başına $CO_2$ emisyonlarını 2030'a kadar %25, 2040'a kadar %40 azaltmayı ve 2050'de net sıfır emisyona ulaşmayı hedeflemektedir.

## 3Ç26 sonuçları beklentilerle uyumlu: FAVÖK/t 79 ABD$ seviyesinde gerçekleşirken, işletme sermayesi artışı kaldıraç oranını 1,82x'e yükseltti

**3Ç26 sonuçları beklentilerle uyumlu gerçekleşti: FAVÖK 8,0 mlr TL, net kar ise 2,2 mlr TL oldu.**

FAVÖK yıllık %68 ve çeyreklik %21 artışla 8,0 mlr TL'ye ulaşarak 8,1 mlr TL'lik tahminimizin ve 8,2 mlr TL'lik piyasa piyasa beklentisinin hafif altında kaldı. Faaliyet karlılığındaki iyileşmenin etkisiyle net kar yıllık %239 artışla 2,2 mlr TL'ye yükselerek 2,1 mlr TL'lik tahminimizi ve 2,0 mlr TL'lik piyasa beklentisini aştı.

3Ç26'da ciro yıllık %35 artışla 71,3 mlr TL'ye ulaşarak 72,7 mlr TL'lik tahminimizin altında, 70,0 mlr TL'lik piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti. Şirketin üretim hacmi çeyreklik bazda %2 gerilerken, satış hacmi 2,1 mn ton ile büyük ölçüde yatay kaldı (tahminimiz: 2,1 mn ton). Yassı çelik satış hacmi yıllık %14 artışla 1,9 mn tona

yükselirken, uzun çelik satış hacmi yıllık %5 düşüşle 247 bin tona geriledi. İhracat hacmi yıllık %15 azalarak 314 bin tona geriledi ve toplam satışların %14,6'sını oluşturdu.

Ortalama satış fiyatı yıllık ve çeyreklik bazda %3 artışla 696 ABD$/ton seviyesine ulaştı. Nakit maliyetler yıllık %1 (çeyreklik %2) artarak 618 ABD$/ton oldu. Bunun sonucunda, 3Ç26'da FAVÖK/t 79 ABD$ olarak gerçekleşerek 81 ABD$'lık tahminimizle uyumlu kaldı (3Ç25: 60 ABD$; 2Ç26: 68 ABD$).

İşletme sermayesi ihtiyacı çeyreklik bazda 7,4 mlr TL artarken, net borç aynı dönemde 11,0 mlr TL yükselerek 50,5 mlr TL'ye (1.033 mn ABD$) ulaştı. Net borç/FAVÖK oranı, 2Ç26 sonundaki 1,61x seviyesinden 3Ç26 sonunda 1,82x'e yükseldi.

**Tablo 6: 3Ç26 sonuçları tahminlerimizle uyumlu, net kar ise piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti**

| TLmlr | 3Ç26 | y-y | ç-ç | 3Ç26T | Δ | Kons. | Δ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Satış Gelirleri | 71.3 | 35% | 10% | 72.7 | -1.9% | 70 | 1.9% |
| FAVÖK | 8 | 68% | 21% | 8.1 | -1.2% | 8.2 | -2.4% |
| FAVÖK marjı | 11.2% | | | 11.1% | 10bp | 11.7% | -50bp |
| FAVÖK/t (ABD$) | 79 | +19 | +11 | 81 | -2 | n.a. | n.a. |
| Net Kar | 2.2 | 239% | -74% | 2.1 | 4.8% | 2 | 10.0% |

*Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma.*

## Değerleme: 43,0 TL hedef fiyatımız %39,2 getiri potansiyeli sunarken, mevcut hisse fiyatının spot piyasadan ziyade 4Ç26'da beklenen marj daralmasını fiyatladığını değerlendiriyoruz

**ABD doları bazlı İNA ve gelişmekte olan piyasa benzer şirket çarpanlarına %50'şer ağırlık verilmesiyle 43,0 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.**

Erdemir için hedef fiyatımızı 50,40 TL'den 43,0 TL'ye güncelliyoruz; bu değişim %14,7'lik bir revizyona işaret ediyor. 30,90 TL'lik son kapanış fiyatı üzerinden %39,2 yükseliş potansiyeli sunması nedeniyle Erdemir için tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"'den "Endeks Üstü Getiri"ye yükseltiyoruz. Hedef fiyat revizyonumuz üç temel faktörden kaynaklanıyor: (i) daha düşük nakit marj varsayımlarını içeren güncellenmiş operasyonel tahminlerimiz, (ii) şirketin fonksiyonel para biriminin ABD doları olması nedeniyle TL bazlı İNA modelinden ABD doları bazlı İNA modeline geçişimiz ve (iii) değerleme bazımızın Aralık 2027 olarak belirlenmesi.

Erdemir'i, ABD doları bazlı indirgenmiş nakit akışı (İNA) ve uluslararası benzer şirket çarpanlarına %50'şer ağırlık verdiğimiz bir değerleme yaklaşımıyla değerlendiriyoruz. Benzer şirket çarpanları yaklaşımı, kısa vadeli değerleme görünümünü yansıtıyor. Hisse, Bloomberg beklentilerine göre 2027T'de 6.6x FD/FAVÖK ve 15.9x F/K çarpanlarıyla işlem görerek gelişmekte olan piyasa benzerlerine göre sırasıyla %32 ve %54 primli bulunurken, iki yöntemin eşit ağırlıklandırılması sonucunda 43,0 TL hedef fiyata ulaşıyoruz

**İndirgenmiş nakit akışı (İNA):** Erdemir'in iş modeli ve fonksiyonel para birimi ABD doları bazlı olduğundan, İNA modelimizi TL'den ABD dolarına dönüştürdük. Modelimiz, bir yıl ileriye dönük 6,7 mlr ABD$ gerçeğe uygun değere işaret etmektedir. Başlıca varsayımlarımız; %12,5 özsermaye maliyeti (%8,0 risksiz faiz oranı, %5,0 özsermaye risk primi ve beş yıllık 0,90 beta), %9,8 ortalama ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ve %2 terminal büyüme oranından oluşmaktadır.

**Benzer şirket çarpanları:** Hedef çarpanlar olarak gelişmekte olan piyasa benzer şirketlerinin 2027T tahminlerine dayalı 5,0x FD/FAVÖK ve 10,3x F/K ortalamalarını kullanıyoruz.

**Tablo 7: Erdemir, 30,90 TL hisse fiyatı üzerinden 2027T FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında gelişmekte olan piyasa benzerlerine sırasıyla %32 ve %54 primli işlem görmektedir**

**Şekil 7 - Erdemir - Benzer Şirket Çarpanları Analizi**

| | Piyasa Değeri | F/K | | | FD/FAVÖK | | | FD/SNA | | | Temettü Verimi | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ABD$ | 2026T | 2027T | 2028T | 2026T | 2027T | 2028T | 2026T | 2027T | 2028T | 2026T | 2027T | 2028T |
| **Kuzey Amerika** | | | | | | | | | | | | | |
| CLEVELAND-CLIFFS INC | 7,931 | 347.5x | 8.1x | 12.2x | 8.8x | 5.0x | 5.7x | n.a. | 13.7x | 16.8x | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ATI INC | 21,362 | 30.6x | 24.7x | 21.2x | 19.3x | 16.1x | 14.0x | 39.7x | 28.9x | 24.7x | n.a. | n.a. | n.a. |
| CARPENTER TECHNOLOGY | 14,102 | 26.9x | 21.4x | 18.0x | 16.9x | 14.0x | 11.8x | 39.7x | 35.4x | 22.1x | 0.4% | 0.3% | 0.3% |
| COMMERCIAL METALS CO | 6,903 | 9.8x | 9.1x | 9.4x | 7.1x | 5.8x | 5.2x | 25.4x | 14.0x | 11.9x | 1.1% | 1.2% | 1.2% |
| HAYNES INTERNATIONAL INC | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| NUCOR CORP | 58,559 | 13.4x | 12.5x | 13.8x | 7.8x | 7.2x | 7.6x | 17.6x | 11.1x | 11.5x | 0.8% | 0.9% | 0.9% |
| STEEL DYNAMICS INC | 34,350 | 13.7x | 11.0x | 12.4x | 8.9x | 7.1x | 7.6x | 18.6x | 10.3x | 9.9x | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| UNITED STATES STEEL CORP | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| WORTHINGTON ENTERPRISES INC | 3,135 | 18.8x | 16.8x | 15.0x | n.a. | 10.3x | n.a. | n.a. | 15.2x | n.a. | 1.0% | 1.1% | 1.2% |
| **Medyan** | | 18.8x | 12.5x | 13.8x | 8.9x | 7.2x | 7.6x | 25.4x | 14.0x | 14.3x | 0.8% | 0.8% | 0.9% |
| **Latin Amerika** | | | | | | | | | | | | | |
| GERDAU SA-PREF | 8,567 | 9.1x | 8.2x | 8.2x | 4.2x | 3.9x | 3.8x | 13.9x | 11.5x | 11.1x | 3.5% | 1.9% | 4.2% |
| METALURGICA GERDAU SA-PREF | 2,627 | 7.7x | 8.1x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 3.7% | 2.2% | 3.6% |
| USINAS SIDER MINAS GER-PF A | 1,474 | 4.9x | 6.4x | 5.2x | 2.9x | 2.6x | 2.3x | n.a. | 7.9x | n.a. | 4.4% | 0.1% | 1.9% |
| **Medyan** | | 7.7x | 8.1x | 6.7x | 3.5x | 3.3x | 3.0x | 13.9x | 9.7x | 11.1x | 3.7% | 1.9% | 3.6% |
| **Asya Pasifik** | | | | | | | | | | | | | |
| ANGANG STEEL CO LTD-H | 2,560 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 14.9x | 10.8x | n.a. | n.a. | n.a. | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| BAOSHAN IRON & STEEL CO-A | 19,532 | 12.9x | 10.9x | 9.7x | 4.2x | 4.0x | 3.8x | 8.5x | 6.2x | 6.4x | 3.8% | 5.0% | 4.4% |
| BLUESCOPE STEEL LTD | 10,254 | 17.1x | 12.2x | 13.0x | 7.7x | 6.2x | 6.3x | n.a. | 16.9x | 11.1x | 1.5% | 1.8% | 5.9% |
| CHINA STEEL CORP | 9,443 | n.a. | 41.8x | 35.9x | 12.0x | 9.9x | 11.4x | n.a. | n.a. | n.a. | 1.0% | 0.9% | 0.8% |
| JSW STEEL LTD | 31,145 | 32.3x | 18.1x | 16.2x | 12.6x | 9.3x | 8.5x | n.a. | 48.9x | n.a. | 0.5% | 0.5% | 0.4% |
| MAANSHAN IRON & STEEL-H | 2,392 | 23.2x | 7.4x | 4.9x | 4.0x | 2.5x | 1.5x | n.a. | n.a. | n.a. | 0.7% | 0.2% | 1.0% |
| ONESTEEL LTD | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| SIMS LTD | 2,682 | 14.8x | 10.4x | 10.4x | 5.9x | 4.7x | 4.5x | 15.9x | 10.4x | 9.3x | 0.0% | 1.3% | 2.4% |
| HYUNDAI STEEL CO | 2,658 | n.a. | 10.3x | 8.4x | 5.8x | 5.0x | 4.6x | n.a. | n.a. | n.a. | 3.7% | 2.8% | 2.3% |
| POSCO HOLDINGS INC | 16,142 | 10.3x | 8.4x | 7.0x | 4.8x | 4.2x | 3.7x | n.a. | n.a. | 21.3x | 3.8% | 3.8% | 3.6% |
| STEEL AUTHORITY OF INDIA | 7,124 | 20.4x | 9.7x | 10.2x | 8.7x | 5.5x | 5.9x | n.a. | n.a. | n.a. | 1.1% | 1.0% | 1.4% |
| TATA STEEL LTD | 21,979 | 17.9x | 12.2x | 10.4x | 8.5x | 6.6x | 5.9x | 23.6x | 18.9x | 13.7x | 1.6% | 1.9% | 2.2% |
| **Medyan** | | 17.5x | 10.7x | 10.3x | 6.8x | 5.5x | 5.9x | 15.9x | 16.9x | 11.1x | 1.1% | 1.3% | 2.2% |
| **Avrupa** | | | | | | | | | | | | | |
| ARCELORMITTAL | 46,343 | 17.1x | 8.6x | 7.8x | 6.2x | 4.5x | 4.1x | n.a. | 18.0x | 14.0x | 1.0% | 1.1% | 1.2% |
| ACERINOX SA | 4,655 | 17.4x | 10.5x | 8.8x | 8.7x | 6.5x | 5.6x | 46.1x | 23.6x | 12.3x | 3.7% | 3.7% | 3.7% |
| SSAB AB-A SHARES | 9,882 | 12.8x | 9.2x | 9.7x | 6.6x | 5.4x | 5.7x | n.a. | n.a. | n.a. | 3.1% | 2.1% | 2.9% |
| KLOECKNER & CO SE | 1,453 | 44.8x | 20.0x | 20.9x | 14.3x | 7.7x | 7.1x | n.a. | n.a. | n.a. | 0.5% | 1.2% | 1.5% |
| TMK PAO-GDR REG S | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| SALZGITTER AG | 2,967 | 10.5x | 5.6x | 5.0x | 5.5x | 4.2x | 3.9x | n.a. | n.a. | 18.7x | 0.7% | 0.5% | 0.6% |
| OUTOKUMPU OYJ | 2,461 | 24.5x | 9.9x | 8.4x | 6.5x | 4.4x | 3.8x | n.a. | 15.1x | 9.2x | 5.7% | 5.5% | 3.6% |
| THYSSENKRUPP AG | 9,481 | n.a. | 11.3x | 9.0x | 2.8x | 2.3x | 2.0x | n.a. | n.a. | 29.7x | 1.0% | 1.1% | 1.1% |
| VOESTALPINE AG | 8,349 | 19.0x | 11.3x | 8.3x | 6.1x | 4.9x | 4.0x | 21.7x | n.a. | 18.2x | 2.0% | 1.4% | 1.7% |
| **Medyan** | | 17.4x | 10.2x | 8.6x | 6.3x | 4.7x | 4.1x | 33.9x | 18.0x | 16.1x | 1.5% | 1.3% | 1.6% |
| **Türkiye** | | | | | | | | | | | | | |
| KARDEMIR KARABUK DEMIR-CL D | 866 | 5.2x | 7.1x | 8.7x | 3.5x | 4.9x | 4.4x | 3.7x | -37.0x | 12.8x | 4.7% | 0.0% | 0.0% |
| **Medyan** | | n.a. | n.a. | 8.7x | 3.5x | 4.9x | 4.4x | 3.7x | -37.0x | 12.8x | 4.7% | 0.0% | 0.0% |
| **GOÜ Benzer Şirketler Medyanı** | | 14.8x | 10.3x | 9.9x | 5.8x | 5.0x | 4.6x | 14.9x | 11.5x | 11.1x | 1.6% | 1.5% | 2.3% |
| **GÜ Benzer Şirketler Medyanı** | | 18.1x | 11.0x | 9.7x | 7.5x | 5.8x | 5.7x | 25.4x | 15.1x | 15.4x | 1.0% | 1.1% | 1.2% |
| **ERDEMIR** | 4,334 | 16.5x | 15.9x | 9.5x | 8.9x | 6.6x | 5.0x | -16.8x | 34.8x | 15.6x | 3.3% | 3.9% | 7.5% |
| **Prim/İskonto** | | 11% | 54% | -4% | 51% | 32% | 9% | -213% | 203% | 41% | | | |

*Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri*

**Tablo 8: İNA modelimiz, %19,4 terminal FAVÖK marjı varsayımına dayanırken, terminal değer toplam firma değerinin (FD) %68'ini oluşturuyor**

| mn ABD$ | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Hasılat** | **6,007** | **6,221** | **6,549** | **6,829** | **7,120** | **7,424** | **7,741** | **8,072** |
| Büyüme Oranı (%) | 13.4 | 3.6 | 5.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| **FAVÖK** | **628** | **855** | **1,105** | **1,256** | **1,333** | **1,409** | **1,487** | **1,569** |
| Büyüme Oranı (%) | 21.1 | 36.2 | 29.2 | 13.7 | 6.1 | 5.7 | 5.6 | 5.5 |
| **FAVÖK Marjı (%)** | **10.5** | **13.7** | **16.9** | **18.4** | **18.7** | **19.0** | **19.2** | **19.4** |
| Faaliyet Karı (FVÖK) | 287 | 490 | 716 | 844 | 897 | 950 | 1,006 | 1,066 |
| Kaldıraçsız Vergi Gideri | -72 | -61 | -90 | -105 | -112 | -119 | -126 | -133 |
| Efektif Vergi Oranı (%) | **25.0** | **12.5** | **12.5** | **12.5** | **12.5** | **12.5** | **12.5** | **12.5** |
| **Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT)** | **215** | **429** | **627** | **738** | **785** | **831** | **881** | **932** |
| NOPAT Marjı (%) | 3.6 | 6.9 | 9.6 | 10.8 | 11.0 | 11.2 | 11.4 | 11.6 |
| Yatırım Harcamaları (CAPEX) | -600 | -606 | -612 | -618 | -624 | -631 | -637 | -643 |
| Amortisman | 342 | 365 | 389 | 413 | 436 | 459 | 481 | 503 |
| Net İşletme Sermayesindeki Değişim | 288 | 26 | 51 | 52 | 64 | 68 | 70 | 73 |
| **Serbest Nakit Akışı (SNA)** | **-331** | **162** | **352** | **480** | **532** | **592** | **654** | **719** |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) | | | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% |
| **İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA)** | | | **321** | **399** | **403** | **409** | **412** | **413** |
| **İndirgenmiş Nakit Akışları Toplamı** | **2,358** | | | | | | | |
| Sonsuz Büyüme Oranı | 2% | | | | | | | |
| Terminal Değer | 9,551 | | | | | | | |
| **Terminal Değerin Bugünkü Değeri** | **5,002** | | | | | | | |
| **Firma Değeri** | **7,360** | | | | | | | |
| Net Borç (2026) | 1,229 | | | | | | | |
| İNA ile Hesaplanan Değer | 6,131 | | | | | | | |
| **12 Aylık İNA Hedef Değeri** | **6,725** | | | | | | | |

*Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri*

**Tablo 9: İki yöntemin eşit ağırlıklandırılmasıyla hedef fiyatımızı önceki 50,40 TL seviyesinden 43,0 TL'ye indiriyoruz.**

| **Değerleme Özeti** | | | |
|---|---|---|---|
| **Metodoloji** | **Hesaplanan Değer (ABD$)** | **Ağırlık** | **Değere Katkı (ABD$)** |
| 12 Aylık İNA Değeri | 6,725 | 50% | 3,362 |
| Uluslararası Benzer Şirket Çarpanları Karşılaştırması | 3,170 | 50% | 1,585 |
| **12A Hedef Piyasa Değeri** | | | **4,947** |
| **12A Hedef Fiyat (TL/Hisse)** | | | **43.00** |
| **Mevcut Hisse Fiyatı (TL/Hisse)** | | | **30.90** |
| **Yükseliş Potansiyeli (%)** | | | **39%** |

*Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri*

# Riskler: Yön değiştiren ithalat ve koklaşabilir kömür fiyatları aşağı yönlü risk oluştururken, Türkiye'de ilave koruma önlemleri yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.

**Tavsiyemize ilişkin temel riskler.**

### Yukarı yönlü riskler

**Türkiye'de ilave dış ticaret koruma önlemleri:** %25'lik DİR tedarik şartının ötesinde yassı çelik ürünlerine yönelik anti-damping vergileri, korunma önlemleri veya ithalat denetimlerinin devreye alınması, yurt içi fiyat primini desteklemektedir.

**Çin talebinde daha hızlı toparlanma:** Çin'de talebin OECD'nin 2026 yılı için öngördüğü %0,6'lık daralmadan daha iyi performans göstermesi, bölgesel HRC fiyatlarını yukarı taşımaktadır.

**Arz disiplininin güçlenmesi:** Avrupa ve Çin'de kapasite kapanışlarının gerçekleşmesi veya karbonsuzlaşma politikalarının arzı kısıtlaması, çelik fiyatlarını desteklerken demir cevheri ve diğer girdi maliyetlerini aşağı çekmektedir.

**Yatırımların geri ödeme süresinin kısalması:** Bingöl–Avnik projesinin 2030'dan önce %80–85 kapasite kullanım oranına ulaşması, yatırımın finansal katkısını öne çekmektedir.

### Aşağı Yönlü Riskler

**Ticaretin yön değiştirmesi:** Türkiye'nin henüz ilave koruma önlemleri almamış olması nedeniyle, Çin ve AB pazarlarından yön değiştiren yassı çelik ithalatının 4Ç26–1Y27 döneminde artması, yurt içi fiyatlar ve karlılık üzerinde baskı oluşturabilir.

**Maliyetlerin satış fiyatlarına yansıtılamaması:** Koklaşabilir kömür fiyatlarının 273 ABD$/ton seviyesinde veya üzerinde kalması, enerji ve navlun maliyetlerinin yüksek seyretmesi ve HRC fiyatlarının bu artışlara eşlik etmemesi, kar marjları üzerinde baskıya neden olabilir.

**Küresel talep:** Küresel ekonomik yavaşlama, ihracat pazarlarındaki zayıflık veya gelişmiş ekonomilerde altyapı harcamalarının düşük kalması, yassı çelik fiyatları ve satış hacimlerini aşağı çekmektedir.

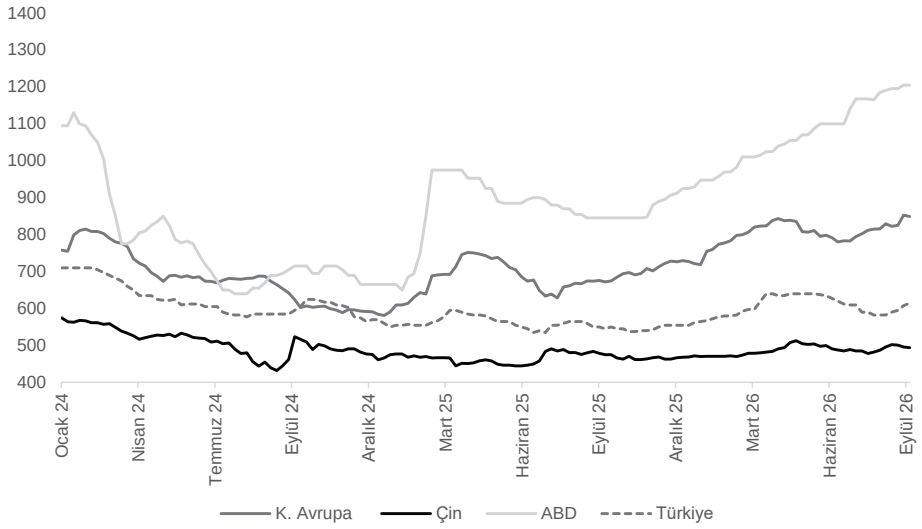
**Yatırımların uygulanması:** Bingöl–Avnik projesinde veya yatırım programının diğer aşamalarında yaşanabilecek gecikmeler ve maliyet aşımları, yıllık 200–250 mn ABD$ tutarındaki ek brüt kar hedefinin 2030 sonrasına sarkmasına ve serbest nakit akışının daha uzun süre negatif kalmasına neden olabilir.

## Ek: Piyasa görünümü ve Alacahan projesi

**ABD ve AB'de HRC fiyatları, dış ticaret koruma önlemleri sayesinde daha yüksek seviyelerde seyrederken Çin'de fiyatlar zayıf görünümünü koruyor.**

ABD ve Avrupa HRC fiyatları, ithalatı kısıtlayıcı önlemlerin desteğiyle 2025 başından bu yana Çin ve Türkiye fiyatlarının üzerinde seyretmiş, bu fiyat farkı 2026'da da korunmuştur. Çin'de emlak sektöründeki daralma, zayıf iç talep ve kapasite fazlası fiyatlar üzerindeki baskıyı sürdürmektedir. 2025'te küresel ham çelik üretimi yaklaşık %2,0 azalarak 1,8 mlr tona, talep ise %2,6 düşüşle 1,8 mlr tona gerilemiştir. Hindistan'da üretim %10,0 artışla 164,4 mn tona, talep ise %9,8 yükselişle 163,7 mn tona ulaşmış; 2026'da üretimin %6,7 artarak 174,7 mn tona çıkması beklenmektedir. Küresel çelik üretim kapasitesi ise %0,1 artışla 2,4 mlr tona yükselmiştir.

**Tablo 10: ABD ve Avrupa HRC fiyatları, Çin ve Türkiye fiyatlarının üzerinde seyretmeye devam ediyor (ABD$/ton)**

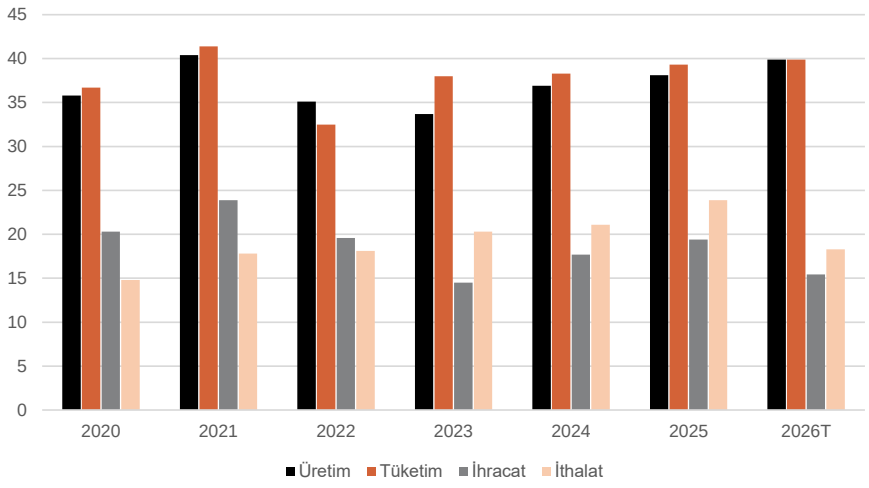



*Kaynak: Bloomberg*

**Türkiye'de çelik tüketimi 2022'den bu yana toparlanırken, üretim aynı ölçüde artış gösterememiştir.**

2025'te Türkiye'nin nihai çelik tüketimi %2,6 artışla 39,3 mn tona, ham çelik üretimi %3,3 yükselişle 38,1 mn tona ulaşmıştır. İthalat %13,6 artarak 23,9 mn tona, ihracat ise %10,1 yükselerek 19,4 mn tona çıkmıştır.

**Tablo 11: Türkiye'de çelik tüketimi 2022 sonrasında toparlanırken üretim büyük ölçüde yatay seyretti (mn ton).**




*Kaynak: ÇİB, TÇÜD*
***2026T: 8A26 gerçekleşmeleri baz alınarak yıllıklandırılmıştır.*

**Alacahan: 424 bin ons tahmini kaynak; henüz rezerv tanımlaması ve devreye alınma takvimi bulunmuyor.**

Ermaden, Sivas'ın Kangal ilçesindeki Alacahan sahasında arama faaliyetlerini sürdürmekte olup, yaklaşık 424 bin ons tahmini kaynak tespit etmiştir. Düşük jeolojik güvenilirlik düzeyine sahip olan bu kaynaklar henüz rezerv niteliği taşımamakta ve ekonomik olarak işletilebilir oldukları doğrulanmamış bulunmaktadır. Ayrıca, teknik raporda herhangi bir tarih belirtilmemiştir.

# Finansallar: Net borçluluk oranının 2026 yıl sonu itibarıyla zirveye ulaşması bekleniyor.

**Tablo 12: Özet finansal tablolar ve değerleme**

| mn ABD$ | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T |
|---|---|---|---|---|---|
| **Gelir tablosu** | | | | | |
| **Satış gelirleri** | **5,299** | **6,007** | **6,221** | **6,549** | **6,829** |
| Büyüme (%) | -14.9 | 13.4 | 3.6 | 5.3 | 4.3 |
| Brüt kar | 471 | 556 | 771 | 1,011 | 1,146 |
| **FAVÖK** | **519** | **628** | **855** | **1,105** | **1,256** |
| FAVÖK marjı (%) | 9.8 | 10.5 | 13.7 | 16.9 | 18.4 |
| Amortisman | 287 | 342 | 365 | 389 | 413 |
| **FVÖK** | **232** | **287** | **490** | **716** | **844** |
| FVÖK marjı (%) | 4.4 | 4.8 | 7.9 | 10.9 | 12.4 |
| Diğer faaliyetlerden net gelir/gider | 20 | 24 | 25 | 26 | 28 |
| Bağlı ortaklıklardan kar/zarar | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| Yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelir | 23 | -25 | -28 | -33 | -38 |
| Net finasman gideri | -207 | -146 | -174 | -186 | -203 |
| Vergi Öncesi Kar | 93 | 144 | 317 | 527 | 634 |
| Vergi | -76 | 124 | -40 | -66 | -79 |
| **Net kar** | **13** | **263** | **272** | **456** | **550** |
| **HBK (ABD$)** | **0.00** | **0.04** | **0.04** | **0.07** | **0.08** |
| HBT (ABD$) | 0.01 | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.00 |
| **Nakit akımı** | | | | | |
| **FAVÖK** | **519** | **628** | **855** | **1,105** | **1,256** |
| İşletme sermayesindeki değişim | 1,072 | 288 | 26 | 51 | 52 |
| Ödenen vergi ve faizler | -16 | -86 | 27 | 46 | 55 |
| **İşletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışı** | **1,568** | **714** | **1,243** | **1,399** | **1,507** |
| Yatırım harcamaları | 390 | 600 | 606 | 612 | 618 |
| **Serbest Nakit Akışı** | **1,134** | **69** | **593** | **742** | **844** |
| Ödenen temettü | 82 | 79 | 82 | 137 | 165 |
| **Bilanço** | | | | | |
| Maddi Duran Varlıklar | 6,472 | 6,730 | 6,971 | 7,194 | 7,400 |
| Net İşletme Sermayesi | 1,125 | 1,413 | 1,439 | 1,490 | 1,543 |
| **Yatırılan sermaye** | **7,597** | **8,143** | **8,410** | **8,684** | **8,942** |
| Net borç | 994 | 1,229 | 1,285 | 1,173 | 1,011 |
| **Özkaynaklar** | **6,723** | **6,904** | **7,098** | **7,472** | **7,885** |
| **Oranlar ve değerleme** | | | | | |
| Özkaynak karlılığı (%) | 0.2 | 3.9 | 3.9 | 6.3 | 7.2 |
| Yatırılan sermaye getirisi (%) | 5.5 | 0.5 | 6.6 | 9.3 | 10.6 |
| Net borç / FAVÖK (x) | 1.9 | 2.3 | 1.7 | 1.3 | 1.0 |
| Temettü dağıtım oranı (%) | 6.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| **F/K (x)** | **343.6** | **16.5** | **15.9** | **9.5** | **7.9** |
| **FD/FAVÖK (x)** | **10.5** | **8.9** | **6.6** | **5.0** | **4.3** |
| FD/Satışlar (x) | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| PD/DD (x) | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| SNA verimi (%) | 24.2 | -7.6 | 3.7 | 8.1 | 11.1 |
| Temettü verimi (%) | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 3.2 | 3.8 |

*Kaynak: Şirket verileri, Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri.*

# Açıklamalar

## Tavsiye tanımları

Analistlerimiz hisseler için "Endeks Üzeri Getiri", "Endekse Paralel Getiri" veya "Endeks Altı Getiri" önerisi vermektedir. Her öneri, hissenin önümüzdeki 12 ay için beklenen toplam getirisinin, analistin ya da ekibin araştırma kapsamındaki tüm hisselerin ortalama beklenen toplam getirisine göre konumunu yansıtır.

| Tavsiye | Tanım |
|---|---|
| ENDEKS ÜZERİ GETİRİ | Önümüzdeki 12 ayda, araştırma kapsamındaki hisselerin ortalamasından daha yüksek getiri sağlaması beklenmektedir. |
| ENDEKSE PARALEL GETİRİ | Önümüzdeki 12 ayda, araştırma kapsamındaki hisselerin ortalamasına paralel getiri sağlaması beklenmektedir. |
| ENDEKS ALTI GETİRİ | Önümüzdeki 12 ayda, araştırma kapsamındaki hisselerin ortalamasından daha düşük getiri sağlaması beklenir. |

## Yasal Uyarı

İşbu Rapor, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") tarafından hazırlanmış bir yatırım araştırma raporudur. Rapor'da yer alan tüm içerikler Vakıf Yatırım'ın fikri mülkiyetidir. Rapor'un tamamı veya bir kısmı, Vakıf Yatırım'ın önceden yazılı onayı alınmaksızın kopyalanamaz, çoğaltılamaz, dağıtılamaz, değiştirilemez veya herhangi bir surette üçüncü kişilerin erişimine sunulamaz. Rapor'da yer alan veya Rapor'un hazırlanmasına esas teşkil eden bilgiler (hep birlikte "Bilgiler") ile Rapor'da ifade edilen görüş, tahmin, öngörü ve projeksiyonlar; herhangi bir sermaye piyasası aracının, finansal aracın veya diğer yatırım ürünlerinin alımına, satımına ya da bunlar üzerinde herhangi bir işlem yapılmasına yönelik teklif, teklife davet, yönlendirme veya tavsiye niteliği taşımaz.

Rapor'da yer verilen yatırımlar her yatırımcı için uygun olmayabilir. İşbu Rapor, herhangi bir yatırımcının kendine özgü yatırım amaçları, mali durumu veya risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak hazırlanmamıştır. Rapor'u alan kişiler, yatırım kararlarını kendi kişisel koşullarını gözeterek vermeli ve gerekli hallerde bağımsız mali, hukuki ve/veya vergisel danışmanlık almalıdır. Sermaye piyasası araçlarına ve diğer finansal araçlara yapılan yatırımlar çeşitli riskler içerir ve yatırılan sermayenin bir kısmının veya tamamının kaybedilmesine yol açabilir. Yatırımın, yatırımcının kendi para biriminden farklı bir para birimi cinsinden olması halinde, döviz kurlarındaki dalgalanmalar yatırımın değeri veya getirisi üzerinde olumlu ya da olumsuz etki doğurabilir.

Bilgiler, Vakıf Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiştir. Bununla birlikte, Bilgiler bağımsız olarak doğrulanmamış olabilir. Vakıf Yatırım, bilgilerin doğruluğu, eksiksizliği veya güncelliği hususunda açık ya da zımni hiçbir beyan, taahhüt veya garantide bulunmamaktadır. Rapor'da yer alan tüm görüş, tahmin, öngörü, projeksiyon, hedef fiyat ve değerlemeler, Rapor tarihi itibarıyla yazar(lar)ın değerlendirmelerini yansıtmaktadır. Bunlar belirli varsayımlara dayanmakta olup önceden bildirimde bulunulmaksızın değiştirilebilir ve hiçbir şekilde gelecekteki performansa ilişkin bir güvence olarak yorumlanamaz. Gerçekleşecek sonuçlar, Rapor'da açıkça ifade edilen veya zımnen öngörülen sonuçlardan önemli ölçüde farklılık gösterebilir. Geçmiş performans, gelecekteki sonuçların göstergesi değildir.

Vakıf Yatırım ve/veya grup şirketleri, zaman zaman Rapor'da adı geçen ihraççılara yatırım bankacılığı, aracılık, kurumsal finansman, danışmanlık veya diğer hizmetleri sunabilir. Bunun yanı sıra söz konusu ihraççılarla finansal veya ticari ilişki içinde bulunabilir ya da bu ihraççıların sermaye piyasası araçlarında pozisyon taşıyabilir.

Yürürlükteki sermaye piyasası mevzuatı uyarınca açıklanması zorunlu olan her türlü finansal çıkar, ilişki veya çıkar çatışması, mevzuata uygun şekilde açıklanacaktır. Kanunen izin verilen azami ölçüde, Vakıf Yatırım ile yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, çalışanları ve temsilcileri; Rapor'un veya Bilgilerin kullanılmasından ya da bunlara dayanılmasından kaynaklanan veya bununla bağlantılı olarak doğan doğrudan veya dolaylı hiçbir zarar, kayıp, maliyet veya masraftan sorumlu tutulamaz. İşbu Rapor'un hiçbir hükmü, hukuken kaldırılması veya sınırlandırılması mümkün olmayan herhangi bir sorumluluğu kaldırdığı veya sınırlandırdığı şeklinde yorumlanamaz.

Rapor'un Vakıf Yatırım dışındaki herhangi bir kişi tarafından iletilmesi veya başka bir şekilde üçüncü kişilerin erişimine sunulması halinde, Vakıf Yatırım söz konusu kişi tarafından Rapor üzerinde yapılan değişiklik veya eklemelerden sorumlu değildir. İşbu Rapor, dağıtımının veya kullanımının yürürlükteki mevzuata aykırılık teşkil edeceği ya da Vakıf Yatırım için herhangi bir kayıt veya lisans yükümlülüğü doğuracağı herhangi bir ülkede, herhangi bir gerçek veya tüzel kişiye dağıtılmak ya da bu kişilerce kullanılmak amacıyla hazırlanmamıştır. Rapor'u alan kişiler, tabi oldukları kısıtlamalar hakkında bilgi edinmekten ve bunlara uymaktan bizzat sorumludur.

## Yatırım Danışmanlığı Uyarısı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup genel niteliktedir. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi veya bu bilgilere dayanarak tek başına işlem yapılması, beklentilerinize veya beklenen sonuçlara uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararları, tüm riskler dikkate alınarak ve nihai sorumluluk yatırımcıya ait olacak şekilde, yatırımcının kendi bağımsız değerlendirmelerine dayanarak verilmelidir.