

**Erdemir (EREGL TI, Endekse Paralel Getiri, Hedef Fiyat: 29.22 TL):** Devam eden ve önceden süregelen yoğun yatırım harcamaları döngüsü nedeniyle, kısa vadeli serbest nakit akımı projeksiyonlarımız baskı altında kalmaya devam etmektedir. Ancak yatırım fazının tamamlanmasının ardından, Şirket'in küresel benzerlerine kıyasla daha güçlü net nakit akımı marjı sunan cazip bir nakit üreten oyuncuya dönüşebileceğini düşünüyoruz. Modelimiz, peletleme tesisinin devreye alınmasıyla birlikte ton başına FAVÖK'te %19'luk bir artış ve buna karşılık gelen 24USD/tonluk artış ile 2027 itibarıyla yaklaşık 2,3 puanlık marj genişlemesi öngörmektedir. Buna paralel olarak, FAVÖK marjının 2024'teki %10,3 seviyesinden 2028 yılında %18,0 seviyesine istikrarlı bir toparlanma göstereceğini varsayıyoruz. Bu toparlanma büyük ölçüde kapasite kullanım oranının normalleşmesi ve operasyonel verimlilikten kaynaklanmakta olup, ürün gamında anlamlı bir değişiklik varsayılmamaktadır. Yatırım harcamalarının yüksek seyrine rağmen, net borç/FAVÖK oranı 2.0x seviyesinin altında kalmakta ve iyileşen operasyonel nakit akımları ile finansal disiplin sayesinde borçluluk kontrol altında tutulmaktadır. Özkaynak kârlılığı (ROE) ise 2028 yılına kadar kademeli olarak %6,8 seviyesine toparlanmaktadır. Bu aşamada, Şirket'in altın madenciliği operasyonlarından gelebilecek yukarı yönlü katkılar temel senaryomuza dahil edilmemiştir.

**Kardemir (KRDMD TI, Endeksin Üzerinde Getiri, Hedef Fiyat: 30.32 TL):** Arz/talep ve yarattığı fiyat/marj kısıtları nedeniyle kısa vadeli kârlılık baskı altında kalmaya devam etse de (2024 FAVÖK marjı: %7,4), modelimizde ton başına FAVÖK'ün 2024'teki 56USD seviyesinden 2028 yılında 100USD'ye ulaşacağını varsaymaktayız. Varlık kullanım oranında iyileşme (KKO artışı, lojistik kaynaklı iyileşmeler, enerji verimliliği gibi) ve ürün gamı optimizasyonu kârlılığı destekleyebilir. Birkaç yıllık dönemde serbest nakit akımındaki baskının devamını beklemekteyiz; net borç/FAVÖK oranının tahmin dönemi boyunca 2,0x altında kalması ise borçluluğun "güncel yatırım döngüsünde" yönetilebilir olduğunu, ancak yukarı yönlü risklere de gebe olduğunu göstermektedir. Özkaynak kârlılığı (ROE) ise 2028 yılı itibarıyla %11,2 seviyesine toparlanmaktadır. Açıklanan yatırım programına ilişkin zamanlama ve kapsam konularında sınırlı şeffaflık olması nedeniyle; yatırım harcaması, gelir, marj, vergi gibi etkileri modelimize şu aşamada dahil etmiyoruz.

**Kocaer Çelik (KCAER TI, Endeksin Üzerinde Getiri, Hedef Fiyat: 18.30 TL):** 48MW'lık (yukarı yönlü planlar mevcut) JES yatırımı ve 2030 Vizyonu çerçevesinde kapasite artışı ve marj iyileştirmesine odaklanan büyüme odaklı bir yatırım döngüsündedir. Beklentilerin bir kısmını yansıttığımız modelimizde, Şirket'in FAVÖK marjının 2024'teki %10,4 seviyesinden 2028 yılında %17,6'ya yükseleceğini varsayıyoruz. Bu iyileşmedeki temel varsayımlarımız; enerjide bağımsızlaşma, katma değerli çelik profil ürünlerinin artan payı ve operasyonel kalıdırıştır. 2030 yılına kadar hayata geçirilmesi planlanan potansiyel yassı mamul üretim kapasitesi ve depolama yatırımlarını ise baz senaryomuza dahil etmiyoruz. Net borç/FAVÖK oranı 1,5x seviyesinin altında kalmaya devam ederken, ROE'nin 2028 yılında %24,4'e ulaşmasını bekliyoruz. Bu görünüm, etkin stratejik uygulamaların ve güçlü sermaye getirisinin bir göstergesidir.

**Toplam talepte hafif toparlanma beklense de bu beklenti bölgelere eşit yayılmıyor ve arz fazlası riski de sürüyor:** 2025 yılında küresel talepte sınırlı bir toparlanma öngörülmekte olup, ham çelik tüketiminin yaklaşık %1,2 artışla 1,77 milyar tona ulaşması beklenmektedir. Bu toparlanmanın Çin dışı pazarlarda, özellikle altyapı yatırımları ve sanayi üretimiyle desteklenen Hindistan'da (%+8 büyüme beklentisi) daha belirgin olması öngörülmektedir. Öte yandan, geciken kapasite artırımları ve Çin'in rekor seviyedeki ihracat hacmi (2024: 110,7mn ton) arz fazlası riskini artırarak fiyat toparlanmasını sınırlandırabilir. Çin'in önümüzdeki yıllarda yaklaşık 50mn tonluk verimsiz kapasiteyi aşamalı olarak kapatabileceğine dair ön sinyaller alınmış olsa da, 2025 ortaları itibarıyla somut adımların sınırlı kaldığı gözlenmektedir.

## Hisse Bilgileri

## Erdemir (Ereğli Demir Çelik)

## ENDEKSE PARALEL GETİRİ

| Bloomberg / Reuters kodu          | EREGL.TI / EREGL.IS |
|-----------------------------------|---------------------|
| Fiyat (TL/hisse)                  | 26,66               |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 29,22               |
| Potansiyel Getiri                 | 10%                 |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 186.620             |
| Dolaşımdaki Paylar                | 48%                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | 16,53%              |
| 3 Ay Önce                         | 16,44%              |

## Kardemir (D)

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

| Bloomberg / Reuters kodu          | KRDMD.TI / KRDMD.IS |
|-----------------------------------|---------------------|
| Fiyat (TL/hisse)                  | 24,12               |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 30,32               |
| Potansiyel Getiri                 | 26%                 |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 18.819              |
| Dolaşımdaki Paylar                | 89%                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | 11,35%              |
| 3 Ay Önce                         | 14,88%              |

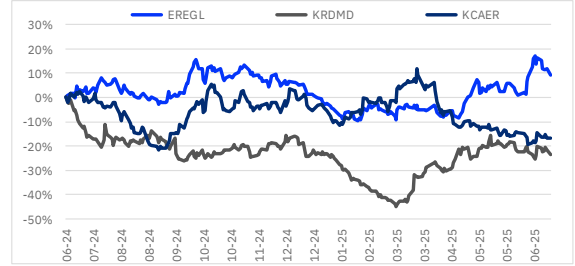
## Kocaer Çelik

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

| Bloomberg / Reuters kodu          | KCAER.TI / KCAER.IS |
|-----------------------------------|---------------------|
| Fiyat (TL/hisse)                  | 13,84               |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 18,30               |
| Potansiyel Getiri                 | 32%                 |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 26.504              |
| Dolaşımdaki Paylar                | 24%                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | 18,24%              |
| 3 Ay Önce                         | 17,08%              |

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 30/06/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

## Sektör Global Görünümü

Çelik sektörü yapısal olarak döngüsel ve iş döngüsündeki değişimlere yüksek duyarlılık gösterir. Ekonomik büyüme dönemlerinde kârlılık artış eğilimi gösterirken, daralma dönemlerinde (veya büyüme ivmesinde oluşan riskler arttığında) marjlar ciddi şekilde baskılanabilir. Küresel üretimin büyük bölümünü oluşturan Çin'in makroekonomik görünümü, hem nihai çelik fiyatları hem de hammadde fiyatlamaları üzerinde belirleyici rol oynar. Ürün spread'leri, arz-talep dengesine bağlı olarak şekillenen piyasa koşullarını yansıtır. Satış fiyatı ile birim maliyet arasındaki farktan türeyen bu spread'ler, sektörün kârlılık seviyesini doğrudan etkiler.

Dünya Çelik Birliği verilerine göre, küresel çelik talebi 2024 yılında üst üste üçüncü kez daralarak yıllık bazda %0,9 düşüşle 1,75 milyar tona gerilemiştir. Bu zayıflamanın temelinde, sıkılaştan küresel para politikaları, yüksek enflasyon ve başta Çin ve Avrupa olmak üzere inşaat ve imalat gibi ana tüketici sektörlerdeki yavaşlama yer almaktadır. Talepteki daralma, üretim hacimlerine de yansımış ve küresel ham çelik üretimi yıllık bazda yaklaşık %0,8 azalmıştır.

Talep tarafındaki en büyük aşağı yönlü katkı Çin kaynaklı olmuştur. Konut ve gayrimenkul piyasalarındaki süregelen durgunluk nedeniyle 2024 yılı talebinin yaklaşık %3 daraldığı tahmin edilmektedir. Çin dışı gelişmekte olan pazarlar (örneğin Hindistan, MENA, ASEAN) ise altyapı projeleri ve teşvik destekli sanayi üretimi sayesinde görece dirençli bir görünüm sergilemiştir. Buna karşılık, gelişmiş ekonomilerde (özellikle Avrupa Birliği ve Japonya) sıkı kredi koşulları ve zayıflayan tüketici talebi nedeniyle düşük performans devam etmiştir.

2024 yılı itibarıyla küresel ham çelik üretimi 1,84 milyar ton olarak gerçekleşmiştir. Bu hacmin %73,5'i Asya kıtasında üretilmiş olup, Çin tek başına 1 milyar tonun üzerinde üretimle (%54,6 küresel pay) sektördeki asimetrik yapıyı ve arz tarafında Çin'e olan yapısal bağımlılığı açıkça ortaya koymaktadır.

| Küresel Ham Çelik Üretimi (Ülke Bazlı) |               |               |
|----------------------------------------|---------------|---------------|
| mn metrik ton                          | 2024          | Pay           |
| Asya                                   | 1352,6        | 73,5%         |
| Çin                                    | 1005,1        | 54,6%         |
| Hindistan                              | 149,6         | 8,1%          |
| Japonya                                | 84            | 4,6%          |
| Güney Kore                             | 63,6          | 3,5%          |
| Endonezya                              | 18,6          | 1,0%          |
| Avrupa                                 | 257,5         | 14,0%         |
| EU27                                   | 129,6         | 7,0%          |
| Türkiye, Ukrayna & Birleşik Krallık    | 48,5          | 2,6%          |
| CIS                                    | 77,1          | 4,2%          |
| Kuzey America                          | 105,9         | 5,8%          |
| US                                     | 79,5          | 4,3%          |
| Güney Amerika                          | 41,9          | 2,3%          |
| Orta Doğu                              | 54,1          | 2,9%          |
| Afrika                                 | 22,3          | 1,2%          |
| Avustralya/Yeni Zelanda                | 5,2           | 0,3%          |
| <b>Dünya</b>                           | <b>1839,5</b> | <b>100,0%</b> |

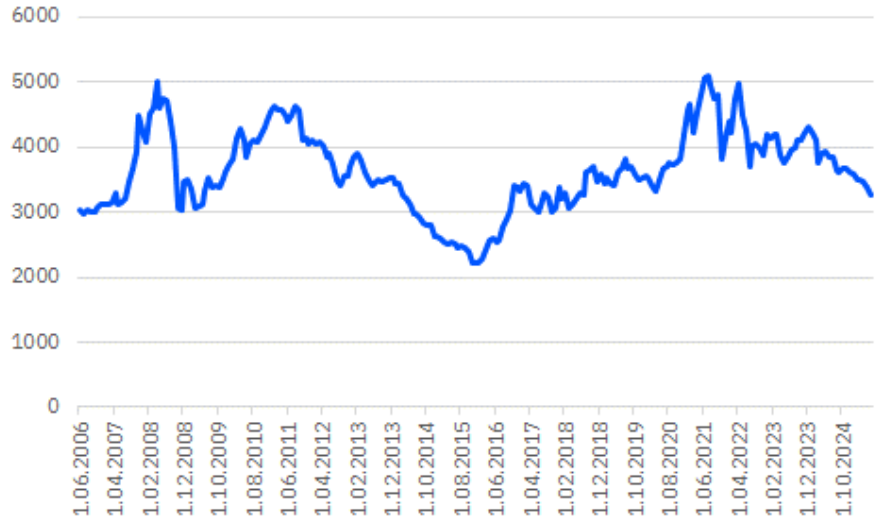
Kaynak: Eurofer, Gedik Research

Sektör giderek daha fazla devlet kontrolüne ve konsolidasyona tabi hâle gelmiş olup, bu durum kapasite ve fiyatlamaya yönelik müdahaleleri mümkün kılarak küresel yansımalarını da beraberinde getirmektedir. Ortalama çelik fiyatları 2024 yılı boyunca baskı altında kalmış, demir cevheri ve hurda gibi hammadde maliyetlerindeki kısmi gevşemeye rağmen fiyat tarafında anlamlı bir rahatlama yaşanmamıştır. Bu çerçevede, küresel üreticilerin önemli bir bölümü marj daralması ile karşı karşıya kalmıştır. Başlıca bölgelerde fiyat-maliyet spread'i daralmış ve özellikle ihracat odaklı oyunculara FAVÖK marjları üzerinde baskı oluşturmuştur.

2025 yılına ilişkin küresel talep görünümü, yıllık bazda yaklaşık %1,2 büyüme ile 1,77 milyar tona ulaşılacağı yönündedir. (Eurofer, World Steel) Bu toparlanmanın, özellikle Hindistan gibi Çin dışı pazarlarda daha belirgin şekilde hissedilmesi beklenmektedir; zira Hindistan'da kamu destekli altyapı yatırımları ve sanayi üretimindeki genişleme doğrultusunda 2025 tüketiminin yıllık bazda yaklaşık %8 artması öngörülmektedir. Ancak arz fazlası riski sürmektedir. Zira, Çin'in 2024'te rekor seviyeye ulaşan 110,7 milyon tonluk çelik ihracatı, fiyat toparlanmasını sınırlayıcı unsur olmaya devam etmektedir. Çin'in önümüzdeki yıllarda yeşil dönüşüm politikası kapsamında yaklaşık 50 milyon tonluk eski ve verimsiz kapasiteyi kademeli olarak devre dışı bırakabileceğine dair sinyaller alınsa da, 2025 ortaları itibarıyla somut uygulamalara dair adımlar oldukça sınırlı kalmıştır. Sektör kaynaklarına göre, şu ana kadar ne yerel yönetimlere ne de büyük kamuya ait üreticilere bağlayıcı bir kapasite azaltım talimatı iletilmiştir; 2021'deki uygulamalarda da benzer şekilde sınırlı sonuçlar alınmıştır. Çin'in önde gelen kamu şirketlerinden Baosteel'in yöneticileri, kapasite azaltımının muhtemel olduğunu belirtmiş; ancak uygulamanın talep görünümüne ve siyasi iradeye bağlı olacağını vurgulamıştır. (Kaynak: Reuters) Bu tür azaltımlar etkin şekilde hayata geçirilirse, küresel arz disiplinine katkı sağlayabilir ve orta vadeli fiyatlama gücünü destekleyebilir.

Özetle, sektörel dinamikler açısından değerlendirildiğinde, küresel fiyatlamalar artık yalnızca talep temelli değil, aynı zamanda politika temellidir. Çin'deki üretim kısıtlamaları, teşvik programları veya damping karşıtı önlemler, her ürün ve bölgeyi etkileyen yansımalar doğurmaktadır. Avrupa ve ABD tarafında odak noktası yeşil dönüşüm ve kapasite rasyonalizasyonu iken, büyüme odaklı yatırımlar daha çok Hindistan ve bazı MENA ülkelerinde yoğunlaşmaktadır. Bununla birlikte, bizim görüşümüze göre, nihai kullanıcılar ve tüccarlar Çin menşeli çeliğe olan bağımlılığı ESG, jeopolitik ve lojistik riskler nedeniyle azaltma eğilimindedir. Bu durum, Türkiye ve Hindistan gibi rekabetçi bölgesel oyuncular için fırsat penceresi yaratmaktadır.

Bir sonraki sayfada bulabileceğiniz tablo, Çin BOF (Basic Oxygen Furnace) yöntemiyle çelik üretiminde oluşan maliyet endeksinin seyrini yansıtmaktadır. Kontrat fiyatlamasının kısa vadeli piyasa dinamiklerinden daha az etkilenmesi sebebiyle; farklı bir perspektif sunabilmek adına; aktif vadeli kontratlardan seçilmiş sürekli serilerden oluşan jenerik endeksi kullandık.



Çin BOF Nakit Marj Endeksi, son yirmi yılda belirgin bir döngüsellik sergileyerek hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar, iç politika müdahaleleri ve küresel talep dinamiklerindeki değişimleri yansıtmıştır. Endeks, 2008'in başlarında küresel finansal kriz öncesinde artan nihai mamul fiyatları ve güçlü talep nedeniyle yaklaşık 5.000 puan seviyesinde zirve yapmıştır. Bu dönemi takiben yaşanan sert düşüş, 2008–2009 resesyonunun etkisini ortaya koymuştur.

İkinci önemli zirve, Çin'in arz yönlü reformları, üretim kısıtlamaları ve COVID sonrası küresel talep toparlanmasıyla 2021 yılında kaydedilmiştir. Buna karşılık, 2015–2016 ve 2024 dönemlerinde gözlenen dip seviyeler; küresel ölçekte kapasite fazlası, zayıf talep görünümü ve yükselen girdi maliyetlerinin marjlar üzerindeki baskısıyla örtüşmektedir. 2024 ortası itibarıyla endeksin aşağı yönlü seyri devam etmekte olup, bu durum marjlardaki daralmaya işaret etmektedir. Bu eğilim, büyük ölçüde Çin kaynaklı rekor seviyedeki ihracat hacmi, artan küresel rekabet ve iç talebin beklentilerin altında kalmasıyla ilişkilendirilmektedir.

Yaklaşık 50 milyon tonluk verimsiz kapasitenin devreden çıkarılması yönünde politika tartışmaları sürmekle birlikte, somut uygulamalar hâlen sınırlı kalmaktadır ve bu durum marj normalleşmesini sektöre uğratmaktadır. İleriye dönük olarak, yapısal kapasite kısıntılarında gözle görülür ilerleme sağlanmadığı ve Çin dışı bölgelerde belirgin bir talep toparlanması gerçekleşmediği sürece, Çin BOF nakit marjlarında anlamlı bir iyileşme yaşanması olası görünmemektedir. Hindistan'ın çelik tüketimindeki güçlü ivme kısa vadede pozitif katkı sağlayabilir; ancak kalıcı kapasite fazlası ve Çin'in agresif ihracat politikası önemli aşağı yönlü riskler oluşturmaya devam etmektedir. Etkin yeşil çelik regülasyonları ve iç konsolidasyon politikalarıyla desteklenmediği sürece, BOF marjlarının 2025 boyunca dalgalı ve yatay bir seyir izlemesi muhtemeldir.

Son olarak, artan marj baskılarına rağmen, Çinli ve genel olarak Doğu Asyalı çelik üreticileri, önemli bir maliyet esnekliği ve devlet destekli dayanıklılık sergileyerek küresel fiyatlar üzerinde belirgin bir aşağı yönlü baskı yaratma kapasitesini korumaktadır. Yapısal kapasite fazlası sürdükçe ve kapasite azaltımı politikalarında uygulama eksiklikleri devam ettikçe, bu üreticilerin düşük marjlarla dahi ihracatlarını sürdürme kabiliyetleri, özellikle emtia niteliğindeki yassı ve uzun ürün segmentlerinde küresel fiyat toparlanması üzerinde baskı yaratmaya devam edebilir.

Çin BOF Nakit Marj Endeksi'nin güncel seviyesini ve son birkaç on yılı kapsayan dönemdeki gelişimini incelediğimizde — ki bu dönemler zaman zaman yoğunlaşan jeopolitik ve hatta askeri risklerle şekillendi — Asyalı üreticilerin arz fazlasına dayalı stratejilerini sürdürmek için hâlâ hem operasyonel esnekliğe hem de zamanlama açısından manevra alanına sahip olduklarını görüyoruz. Bu tespitin; küresel makroekonomik görünümdeki yüksek faiz oranları, ivme kaybeden büyüme ve dolayısıyla büyük merkez bankalarının genel olarak güvercinlikten uzak duruşları gibi risklerle daha da pekiştiğini düşünüyoruz.

Bu nedenle, sektörel düzeyde geniş tabanlı bir toparlanma beklentisinden ziyade, şirket bazlı ayrışmaların ön plana çıkacağı bir dönem öngörüyoruz. Bu ortamda, özellikle marj baskısı altındaki ya da küresel değer zincirinde kendini yeniden konumlandırmak isteyen oyuncular arasında, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin (M&A) hem taktiksel bir gereklilik hem de stratejik bir tercih olarak daha sık karşımıza çıkacağına inanıyoruz.

## Avrupa Çelik Sektörü Görünümü

AB ham çelik sektörü, son 15 yılda belirgin döngüsellik ve yapısal kapasite altı kullanım koşulları sergilemiştir. 2009'daki küresel finansal kriz döneminde yaşanan sert daralma (%55,5) sonrası kapasite kullanım oranı kademeli olarak toparlanmış, 2017'de %73,5 ile zirve yapmıştır. Ancak bu tarihten itibaren süregelen volatilité, zayıf talep dinamiklerini ve kalıcı arz fazlasını gözler önüne sermektedir.

2010–2023 dönemi boyunca kapasite kullanım oranı ortalama %68 seviyesinde seyretmiş ve bu oran, verimli sanayi işletmeleri için kritik eşik kabul edilen %80 seviyesinin oldukça altında kalmıştır. Bu kronik kapasite altı kullanım, sabit maliyet emilimini zayıflatmakta ve buna bağlı olarak değer zinciri genelinde FAVÖK marjlarını, nakit akışlarını, sermaye getirilerini ve buna bağlı olarak operasyonel çarpanları baskılamaktadır. (çarpan genişlemesi ihtimalini de azaltmaktadır)

İleriye dönük olarak, Avrupa'daki üreticilerin yeşil saha yatırımlarındansa operasyonel verimlilik artışına, kapasite optimizasyonuna ve karbon emisyonlarının azaltılmasına (örneğin, elektrik ark ocağı – EAO geçişi) öncelik vermesi beklenmektedir. Görüşümüze göre, kalıcı arz fazlası yapısal bir baskı unsuru olmaya devam edecek ve orta vadede birleşme/satın alma (M&A) faaliyetlerine veya kalıcı tesis kapanışlarına zemin hazırlayabilecektir.

Avrupa'nın toplam üretimi (AB27 + Birleşik Krallık + Türkiye + Ukrayna), küresel çelik üretiminin yalnızca %14'ünü oluşturmaktadır. Bu oran, kıtanın küresel çelik üretim merkezi olarak uzun vadede gerileyen konumunu yansıtmaktadır. Yüksek enerji maliyetleri, karbonsuzlaşma yükümlülükleri ve yaşanan üretim altyapısı da bölgenin rekabet gücünü olumsuz etkilemektedir.

| EU Ülkeleri Ham Çelik Üretimi (Ülke Bazlı)<br>milyon metrik ton | Üretim  |         | Pay    |        |
|-----------------------------------------------------------------|---------|---------|--------|--------|
|                                                                 | 2023    | 2024    | 2023   | 2024   |
| Almanya                                                         | 35.395  | 37.234  | 28,0%  | 28,7%  |
| İtalya                                                          | 21.055  | 20.007  | 16,7%  | 15,4%  |
| İspanya                                                         | 11.352  | 11.832  | 9,0%   | 9,1%   |
| Fransa                                                          | 10.011  | 10.753  | 7,9%   | 8,3%   |
| Belçika                                                         | 5.864   | 7.135   | 4,6%   | 5,5%   |
| Avusturya                                                       | 7.133   | 7.130   | 5,7%   | 5,5%   |
| Polonya                                                         | 6.428   | 7.113   | 5,1%   | 5,5%   |
| Hollanda                                                        | 4.677   | 6.395   | 3,7%   | 4,9%   |
| İsveç                                                           | 4.235   | 4.002   | 3,4%   | 3,1%   |
| Slovakya                                                        | 4.377   | 3.866   | 3,5%   | 3,0%   |
| Finlandiya                                                      | 3.811   | 3.664   | 3,0%   | 2,8%   |
| Çekya                                                           | 3.369   | 2.548   | 2,7%   | 2,0%   |
| Diğer                                                           | 2.040   | 1.948   | 1,6%   | 1,5%   |
| Lüksemburg                                                      | 1.900   | 1.825   | 1,5%   | 1,4%   |
| Romanya                                                         | 1.622   | 1.364   | 1,3%   | 1,1%   |
| Yunanistan                                                      | 1.181   | 1.336   | 0,9%   | 1,0%   |
| Slovenya                                                        | 559     | 598     | 0,4%   | 0,5%   |
| Bulgaristan                                                     | 489     | 450     | 0,4%   | 0,3%   |
| Macaristan                                                      | 477     | 232     | 0,4%   | 0,2%   |
| Hırvatistan                                                     | 212     | 153     | 0,2%   | 0,1%   |
| EU27                                                            | 126.186 | 129.586 | 100,0% | 100,0% |
| EU Bölgesi Kapasite Kullanım Oranı                              | 60,1%   | 65,4%   | a.d    | a.d    |

Son dönemde kapasite kullanım oranındaki artış, otomotiv ve inşaat sektörlerinde gözlenen stok yenileme döngüsü ve sınırlı talep toparlanması ile desteklenen taktiksel bir olumlu gelişme olarak değerlendirilebilir. Ancak bu artış, henüz yapısal bir dönüşüm sinyali vermemektedir. Kalıcı bir toparlanma için nihai pazar talebinde belirgin bir güçlenmeye, enerji maliyetlerinde rahatlamaya ve AB'nin yeşil çelik dönüşüm hedefleri doğrultusunda politika desteğinin gerekli olduğuna inanıyoruz.

## Türkiye Çelik Sektörü Görünümü

**2021–2023 Daralması:** Türkiye'nin ham çelik üretimi, 2021'deki tarihi zirvesi olan ~40.4mn ton seviyesinden 2023'te ~33.7mn tona gerileyerek düşüş eğilimine girmiştir. Bu gerilemenin temel nedenleri arasında yüksek enerji maliyetleri, döviz kuru oynaklığı ve jeopolitik şoklar (örneğin Şubat 2023 depremi) öne çıkmaktadır. Bu dönemde Türkiye, net ihracatçı pozisyonundan net ithalatçı konumuna geçmiştir ve 2023'ü ~6mn ton net ithalatla kapatmıştır.

**2024'te Dengelenme:** 2024 yılında üretim yıllık bazda %9.4 artışla ~36.9mn tona yükselirken, kapasite kullanım oranı %56.8'den %62.2'ye toparlanmıştır. Görünür çelik tüketimi %0.6 artarak 38.3mn tona ulaşmıştır. İhracat hacmi %27.6 artarken, özellikle AB'ye yapılan sevkiyatlarda %79 oranında çarpıcı bir yükseliş kaydedilmiştir. Buna karşılık ithalat artışı sınırlı kalmış (%+1.7), anti-damping önlemleri gibi ticaret savunma araçlarının etkisi hissedilmeye başlanmıştır.

**Ya Sonra?:** Toparlanma sinyallerine rağmen, 2024 yılında Türkiye yaklaşık 4mn ton net çelik ithalatı gerçekleştirmiştir. Çin, Vietnam ve Rusya gibi ülkelerden gelen düşük fiyatlı ürünler, yerli üreticiler için baskı oluşturmaya devam etmektedir. Bu durum, Türkiye'yi çeşitli ticaret savunma önlemleri almaya itmiştir. Sıcak haddelenmiş yassı çelik ve inşaat demiri için başlatılan anti-damping soruşturmaları ve filmaşın ürünleri için başlatılan korunma önlemi incelemeleri halen sonuçlanmamıştır. Hızlı ve etkili bir uygulama eksikliği, yerli üreticilerin küresel arz fazlası ve fiyat baskısına karşı hassasiyetini artırmaktadır. Önümüzdeki dönemde sektörün ithalata bağımlılığı ve marj sürdürülebilirliği, yalnızca yerli ticaret savunma önlemlerinin etkisine değil, aynı zamanda dış pazarlardaki gelişmelere de bağlı olacaktır.

**Vergi Rejimleri ve Yerli Üreticilere Olası Etkiler:** Amerika kıtasında, Türkiye menşeli çelik ürünleri halen %50 oranında ad valorem Section 232 vergisine tabidir. 2025 içinde bu oran %25'e inse de kısa süre içinde tekrar %50'ye çıkarılmıştır. Ayrıca, Nisan 2025'ten itibaren yürürlüğe giren evrensel %10'luk taban ithalat vergisi ve Çin/AB gibi büyük ticaret ortaklarına karşı uygulanan daha yüksek karşılıklı tarifeler göz önüne alındığında, Türkiye'nin mevcut durumda görece avantajlı bir konumda olduğu değerlendirilmektedir. Türkiye hâlihazırda bu tarifeye maruz kalmış olsa da, daha ağır oranlardan etkilenmemekte; bu da özellikle soğuk haddelenmiş ve galvanizli ürün ihracatçılarının ABD iç fiyatlarındaki yükselişten faydalanarak mevcut pazarlara erişimini korumasına olanak sağlamaktadır.

1995'ten bu yana yürürlükte olan Türkiye–AB Gümrük Birliği sayesinde, Türk çeliği AB'ye gümrüksüz şekilde ihraç edilebilmektedir. Bununla birlikte, soğuk haddelenmiş paslanmaz çelik gibi bazı ürünlerde AB'nin anti-damping ve telafi edici vergileri hâlâ yürürlükte. Son olarak, Mısır Ekim 2024'te Türkiye menşeli soğuk haddelenmiş, galvanizli ve kaplamalı ürünlere yönelik anti-damping soruşturması başlatmıştır. Filmaşın ve inşaat demirine yönelik korunma önlemleri de yürürlükte. Bu gelişmeler, MENA bölgesine yapılan Türk çelik ihracatını baskılayabilir ve ürün çeşitliliği ile katma değerli segmentlere geçiş ihtiyacını artırabilir.

**TÇÜD'ün (Türkiye Çelik Üreticileri Derneği) Mayıs 2025 bültenine göre;** 2025'in ilk dört ayında Türkiye'nin ham çelik üretimi yıllık bazda %1.0 daralarak 12.3 milyon tona gerilemiştir—buna rağmen, baz etkisinin normalize olması ve özellikle uzun (ve bağlantılı yarı mamul) ile sıcak haddelenmiş segmentlerde iç talebin kademeli toparlanmasıyla, görece dirençli bir sonuç ortaya koyulmuştur. Bu üretim trendi, Kardemir gibi uzun ürün odaklı üreticiler açısından hacim tarafında destekleyici olabilir; nitekim Kardemir aynı dönemde satış hacmini %13.0 oranında artırmıştır. Erdemir de sıcak haddelenmiş ürünlerde %1'lik yıllık artışla momentumun güçlendiğini işaret etmiş, bu da inşaat ve otomotiv bağlantılı talepte kademeli bir dengelenmenin başladığına işaret etmektedir (Erdemir uzun ürün grubunda %3'lük bir daralma yaşandı). Ancak, bu -göreceli olmakla birlikte-dirençli duruşa rağmen, Türkiye çelik sektörü hâlâ yurt dışındaki korumacı ticaret rejimlerinin, dış talepteki zayıflığın ve özellikle düşük maliyetli Asya menşeli ürünlerden kaynaklanan ithalat baskısını dengeleyecek etkin yerel politika eksikliğinin baskısı altında kalmaya devam etmektedir. Alınan sınırlı ticaret savunma önlemlerine karşın, piyasa agresif fiyatlama davranışlarına karşı savunmasız durumda kalmakta ve yerli üreticiler rekabet açısından dezavantajlı konuma düşmektedir.

Buna karşılık, mamul çelik tüketimi yıllık bazda %6.3 azalarak 12.0 milyon tona gerilemiş ve bu durum, inşaat ve imalat sektörlerindeki zayıflığın devam ettiğini göstermiştir. Ancak dış ticaret tarafında performans dikkate değer ölçüde iyileşmiştir: çelik ihracatı miktar bazında %17.3 artışla 5.0 milyon tona, değer bazında ise %7.6 artış göstermiştir. İthalat ise miktar bazında %0.9 artışla 5.6 milyon tona çıkarken, değer bazında %6.6 oranında azalmıştır.

Bu gelişmeler sonucunda ihracat/ithalat karşılama oranı önemli ölçüde artarak %83.4 seviyesine ulaşmıştır (bir önceki yıl %72.4). Ancak, özellikle yarı mamul ve yassı ürün segmentlerindeki düşük maliyetli ithalatın devam etmesi, ürün farklılaştırma kabiliyeti sınırlı olan orta seviye üreticiler açısından marjlar üzerinde ek baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Görüşümüze göre, AB ve MENA bölgesi gibi ihracata dayalı coğrafyalarda yüksek paya sahip şirketler (halka açık örnek olarak kısıtlı penetrasyonla Erdemir ve İzmir Demir Çelik; ürün grubu olarak farklılık yaşasa da yer yer Kocaer), bu bölgelerde ilave ticaret savunma önlemlerinin (örneğin korunma kotaları, damping vergileri) devreye girmesi durumunda fiyat baskısı ve kapasite kullanımında zayıflık riskiyle karşı karşıya kalabilir. Öte yandan, sanayi tipi profillerde uzmanlaşmış ve aşağı yönlü entegre yapıya sahip katma değerli niş oyuncular (örneğin Kocaer), ürün çeşitliliği, müşteri sadakati ve coğrafi yayılım sayesinde marjlarını savunma konusunda daha avantajlı konumda olabilir.

| Türkiye Ham Çelik Üretimi |         |          |
|---------------------------|---------|----------|
| Yıllar                    | bin ton | Yıllık Δ |
| 2010                      | 29.143  | 15,2%    |
| 2011                      | 34.107  | 17,0%    |
| 2012                      | 35.885  | 5,2%     |
| 2013                      | 34.654  | -3,4%    |
| 2014                      | 34.035  | -1,8%    |
| 2015                      | 31.517  | -7,4%    |
| 2016                      | 33.163  | 5,2%     |
| 2017                      | 37.524  | 13,2%    |
| 2018                      | 37.312  | -0,6%    |
| 2019                      | 33.743  | -9,6%    |
| 2020                      | 35.810  | 6,1%     |
| 2021                      | 40.360  | 12,7%    |
| 2022                      | 35.134  | -12,9%   |
| 2023                      | 33.714  | -4,0%    |
| 2024                      | 36.893  | 9,4%     |
| YBBO                      | 1,70%   |          |
| Ort.                      | 34.866  |          |

Kaynak: Worldsteel, KPMG Türkiye, Gedik Research

Tablo 1: Değerleme - Erdemir

| Erdemir - İNA Analizi (USD mn) | 2023   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T | 2034T |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net Satışlar                   | 6.238  | 6.225 | 6.097 | 6.466 | 6.726 | 6.861 | 6.929 | 6.929 | 6.929 | 6.929 | 6.929 | 6.929 |
| Büyüme (%)                     | -23,1% | -0,2% | -2,1% | 6,1%  | 4,0%  | 2,0%  | 1,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| FAVÖK                          | 717    | 643   | 818   | 967   | 1.160 | 1.238 | 1.279 | 1.284 | 1.288 | 1.286 | 1.283 | 1.280 |
| Marj (%)                       | 11,5%  | 10,3% | 13,4% | 15,0% | 17,3% | 18,1% | 18,5% | 18,5% | 18,6% | 18,6% | 18,5% | 18,5% |
| FVÖK                           | 490    | 374   | 529   | 658   | 837   | 903   | 931   | 925   | 917   | 912   | 906   | 903   |
| Kaldıraçsız Vergiler           | 190    | -20   | 15    | 16    | 25    | 29    | 35    | 37    | 149   | 159   | 166   | 174   |
| Teorik Etkatif Vergi Oranı (%) | 51%    | -5%   | 5%    | 5%    | 5%    | 5%    | 5%    | 5%    | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   |
| VSNIK                          | 300    | 394   | 513   | 642   | 812   | 874   | 896   | 888   | 768   | 753   | 740   | 729   |
| VSNIK Marjı                    | 4,8%   | 6,3%  | 8,4%  | 9,9%  | 12,1% | 12,7% | 12,9% | 12,8% | 11,1% | 10,9% | 10,7% | 10,5% |
| Yatırım Harcamaları            | 977    | 1.070 | 987   | 724   | 592   | 594   | 596   | 596   | 139   | 139   | 139   | 139   |
| Amortisman                     | 227    | 270   | 289   | 309   | 324   | 335   | 347   | 359   | 371   | 374   | 377   | 377   |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi | -415   | -49   | -100  | 106   | 56    | 33    | 18    | 1     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| Serbest Nakit Akımı (SNA)      | -36    | -357  | -84   | 121   | 488   | 582   | 630   | 651   | 999   | 987   | 976   | 967   |
| AOSM                           |        |       | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% |
| İskonto Faktörü                |        | 1,00  | 0,90  | 0,82  | 0,74  | 0,67  | 0,61  | 0,55  | 0,50  | 0,45  | 0,41  | 0,37  |
| İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)  |        |       | -76   | 99    | 361   | 390   | 382   | 356   | 495   | 442   | 396   | 355   |
| Toplam İNA                     | 3.200  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sonsun Büyüme Oranı            | 2,5%   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sonsuz Değer                   | 3.510  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Firma Değeri                   | 6.710  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Net Borç (Nakit)               | 1.481  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Geri Alınmış Paylar            | 81     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Azınlık Payları                | 185    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Özsermaye Değeri               | 5.124  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Güncel Piyasa Değeri           | 4.543  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Hisse Başı Adil Değer (USD)    | 0,73   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Hisse Fiyatı (USD)             | 0,65   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Potansiyel Getiri              | 13%    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

\* 2023 ve 2024 figürleri Ara24 alım gücüne göre düzeltilmiştir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Önümüzdeki üç yıl için satış hacminde sırasıyla %0.5, %1 ve %1 oranında artış varsayımında bulunuyoruz; ardından ise talep koşullarında kademeli bir normalleşme olasılığına rağmen, temkinli yaklaşımımız gereği satış hacmini sabit kabul ediyoruz. Bu doğrultuda, uzun vadeli satış hacmi tahminimiz yaklaşık 8.25 milyon ton seviyesinde şekillenmiştir. Hatırlatmak gerekirse, peletleme tesisi yatırımı sonrasında ilave kapasite artışı da gündeme gelebilir.

Ortalama ürün fiyatı varsayımımız 2025'te yaklaşık %5'lik bir daralma öngörmekte; ardından ise 2026–2029 döneminde sırasıyla %5, %3, %2 ve %1 oranlarında kademeli bir fiyat artışı uygulamaktayız. Model döneminin geri kalanında ise herhangi bir fiyat artışı uygulanmamıştır.

Şirketin sıfır emisyon hedefi doğrultusunda 2030 sonuna kadar toplam 4.1 milyar USD tutarında yatırım harcaması (CapEx) öngörmekteyiz. Peletleme Tesisi yatırımının, toplam 550 milyon USD harcama ile 2026 sonuna kadar tamamlanacağı varsayılmıştır. Modernizasyon, elektrik ark ocağı (EAF), kok ve sinter yatırımlarının ise büyük ölçüde geçmiş yıllarda gerçekleştirilmiş olmakla birlikte, toplam 1.1 milyar USD ile 2025 sonuna kadar tamamlanacağı öngörülmektedir. Bakım yatırımları, ciroya oranla %2 olarak modellenmiştir.

Peletleme tesisi yatırımının FAVÖK üzerindeki pozitif etkisinin 200–250 milyon USD seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir. Modelimiz, bu yatırım tamamlandıktan sonra ton başına FAVÖK'te %19'luk bir artış öngörmektedir. Ton başına FAVÖK'e katkı yaklaşık 24 USD olup, bu da 2027 itibarıyla FAVÖK marjında 2.3 puanlık artış anlamına gelmektedir.

Model dönemimizde herhangi bir altın üretimi varsayımı yapılmamıştır. Hatırlanacağı üzere, Erdemir'in iştiraki Ermaden, Haziran 2025 başında yaptığı açıklamada Sivas Kangal'da yer alan, toplam 5.800 hektarlık ruhsat alanının 14 hektarlık bölümünde altın madeni keşfiyle ilgili güncelleme paylaşmıştır. Şu anda aylık ortalama 7.000 metre sondaj yapılmakta olup, ön bulgular pozitif sinyaller içermektedir. Bu kapsamda, UMREK standartlarına uygun olarak

kaynak raporu hazırlanmakta ve süreç, Avustralya merkezli Westech International tarafından desteklenmektedir. Ayrıca sondaj alanı genişletilmektedir. Bu gelişme, ilk olarak Temmuz 2024'te kamuoyuna duyurulan keşfi teyit eder nitelikte olup, ekonomik açıdan uygulanabilir rezervlerin doğrulanması durumunda potansiyel değer artışı yaratabilecektir.

Şu aşamada finansal etkiyi sayısal olarak öngörmek için erken olmakla birlikte, gelişmelerin orta vadede hisse yeniden değerlendirme (re-rating) süreci açısından pozitif etkisi olabilir. Dengeli bir senaryoda – yıllık 20 bin ons üretim, 10 yıllık maden ömrü, 2.400 USD/ons altın fiyatı, 1.100 USD/ons nakit maliyet ve 50 milyon USD ilk yatırım varsayımlarıyla – projenin yıllık ortalama ~26 milyon USD EBITDA ve ~21 milyon USD serbest nakit akımı (FCF) yaratma potansiyeli bulunmaktadır. Bu senaryo, yıllık yaklaşık 900–950 bin ton cevherin ~1.0 g/t tenörle ve %70 verimle işlenmesini öngörmekte olup, bölgedeki açık ocak ve yığın içi operasyonlarıyla uyumludur. Bu varsayımlarla elde edilen vergi sonrası NPV (net bugünkü değer) yaklaşık 78 milyon USD olup, %10 iskonto oranı ile hesaplanan yaklaşık %40 iç verim oranı (IRR) göstermektedir.

Her ne kadar bu senaryo iyimser projeksiyonların gerisinde kalsa da, mevcut altın fiyatlarının yukarı yönlü seyrettiği ortamda gerçekçi bir orta-döngü kabulü olarak değerlendirilmelidir diye düşünüyoruz ve yine de Erdemir için anlamlı bir değer yaratma potansiyeline işaret etmektedir. Hesaplanan NBB, şirketin güncel 4.3 milyar USD piyasa değerinin yaklaşık %2'sine denk gelmektedir; bu da potansiyel olarak ölçülü ancak somut bir değer katkısı anlamına gelir. İlerleyen dönemde rezerv büyüklüğü ya da altın fiyatlarında yukarı yönlü revizyon olması durumunda bu katkının daha da artması mümkündür.

Modelimiz USD cinsinden oluşturulmuştur ve uzun vadeli enflasyon ve tahvil getirisi varsayımlarımız doğrultusunda %2.5 terminal büyüme oranı uygulanmıştır.

Tablo 2: Finansallar – Erdemir (USD)

| Gelir Tablosu (milyon USD)                | 2023   | 2024   | 2025T  | 2026T  | 2027T  | 2028T  |
|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net Satışlar                              | 6.238  | 6.225  | 6.097  | 6.466  | 6.726  | 6.861  |
| Satışların Maliyeti                       | -5.578 | -5.615 | -5.271 | -5.521 | -5.619 | -5.687 |
| Brüt Kar                                  | 660    | 610    | 826    | 945    | 1.107  | 1.174  |
| Faaliyet Giderleri                        | -170   | -236   | -297   | -287   | -270   | -271   |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net | 132    | 268    | 16     | 20     | 26     | 31     |
| Faaliyet Gelirleri                        | 622    | 642    | 544    | 678    | 863    | 934    |
| FAVÖK                                     | 717    | 643    | 818    | 967    | 1.160  | 1.238  |
| Finansal Gelir, net                       | -214   | -227   | -252   | -366   | -376   | -371   |
| Vergi Gideri                              | -190   | 20     | -15    | -16    | -25    | -29    |
| Net Kar                                   | 183    | 433    | 294    | 313    | 481    | 553    |
| Azınlık Payları                           | 12     | 22     | 15     | 16     | 24     | 28     |
| Net Kar                                   | 170    | 411    | 279    | 298    | 457    | 526    |
| Pay Başına Kazanç                         | 0,09   | 0,21   | 0,15   | 0,16   | 0,24   | 0,27   |
| Pay Başına Temettü                        | 0,04   | 0,03   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,07   |
| Büyüme Oranları                           | 2023   | 2024   | 2025T  | 2026T  | 2027T  | 2028T  |
| Satış                                     | -23%   | 0%     | -2%    | 6%     | 4%     | 2%     |
| FAVÖK                                     | -57%   | -10%   | 27%    | 18%    | 20%    | 7%     |
| Net Kar                                   | -85%   | 137%   | -32%   | 7%     | 53%    | 15%    |
| Bilanço (milyon USD)                      | 2023   | 2024   | 2025T  | 2026T  | 2027T  | 2028T  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                 | 818    | 1.566  | 2.021  | 2.497  | 3.204  | 4.008  |
| Ticari Alacaklar                          | 691    | 750    | 735    | 779    | 810    | 827    |
| Stoklar                                   | 2.285  | 2.232  | 2.095  | 2.195  | 2.234  | 2.260  |
| Maddi Duran Varlıklar                     | 5.008  | 5.865  | 6.578  | 6.993  | 7.261  | 7.520  |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar             | 275    | 265    | 278    | 292    | 307    | 322    |
| Diğer Varlıklar                           | 1.455  | 1.373  | 1.310  | 1.252  | 1.201  | 1.155  |
| Toplam Varlıklar                          | 10.532 | 12.051 | 13.016 | 14.008 | 15.016 | 16.091 |
| Finansal Borçlar                          | 2.297  | 3.431  | 4.319  | 4.971  | 5.503  | 6.038  |
| Ticari Borçlar                            | 794    | 849    | 797    | 835    | 850    | 860    |
| Diğer Yükümlülükler                       | 928    | 834    | 833    | 833    | 833    | 833    |
| Azınlık Hakları                           | 185    | 216    | 220    | 225    | 229    | 234    |
| Özkaynaklar                               | 6.328  | 6.721  | 6.847  | 7.144  | 7.601  | 8.126  |
| Net Borç / (Nakit)                        | 1.479  | 1.865  | 2.298  | 2.474  | 2.300  | 2.030  |
| Finansal Göstergeler                      | 2023   | 2024   | 2025T  | 2026T  | 2027T  | 2028T  |
| Özsermaye Karlılığı                       | 2,9%   | 6,4%   | 4,3%   | 4,4%   | 6,3%   | 6,8%   |
| FAVÖK Marjı                               | 11,5%  | 10,3%  | 13,4%  | 15,0%  | 17,3%  | 18,1%  |
| Net Kar Marjı                             | 2,7%   | 6,6%   | 4,6%   | 4,6%   | 6,8%   | 7,7%   |
| Net Borç / Özsermaye (x)                  | 0,2    | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,2    |
| Net Borç / FAVÖK (x)                      | 2,1    | 2,9    | 2,8    | 2,6    | 2,0    | 1,6    |
| KV Borçlar / Toplam Borçlar               | 83,8%  | 30,3%  | 24,2%  | 21,1%  | 19,1%  | 17,5%  |
| Sermaye / Toplam Varlıklar                | 60,1%  | 55,8%  | 52,6%  | 51,0%  | 50,6%  | 50,5%  |
| Cari Oran (x)                             | 4,6    | 1,8    | 1,4    | 1,3    | 1,3    | 1,4    |
| Nakit Kar Payı Ödemesi                    | 43%    | 13%    | 0%     | 0%     | 0%     | 25%    |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 3: Finansallar – Erdemir (TL)\*

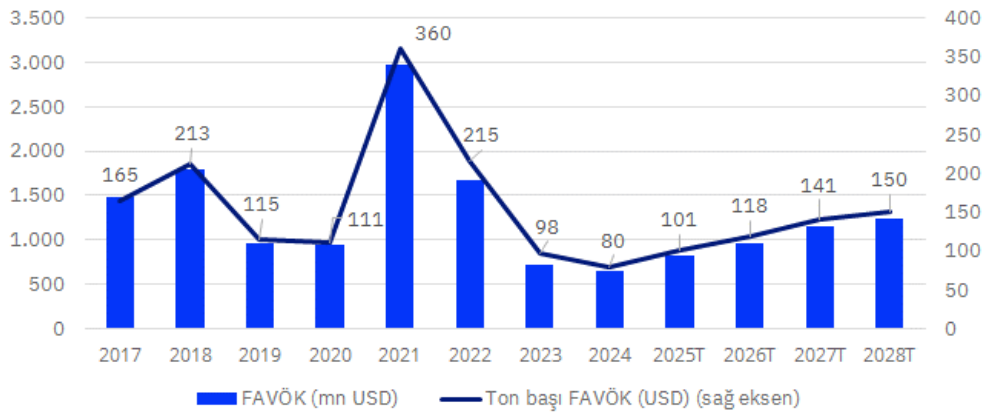
| Income Statement (TLmn) | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenues                | 147.900 | 204.215 | 244.568 | 334.744 | 440.692 | 549.181 |
| EBITDA                  | 15.574  | 21.108  | 32.811  | 50.071  | 76.033  | 99.132  |
| Net Income              | 4.033   | 13.492  | 11.190  | 15.404  | 29.922  | 42.074  |
| Gross Margin            | 9,6%    | 9,8%    | 13,5%   | 14,6%   | 16,5%   | 17,1%   |
| EBITDA margin           | 10,5%   | 10,3%   | 13,4%   | 15,0%   | 17,3%   | 18,1%   |
| Net Income Margin       | 2,7%    | 6,6%    | 4,6%    | 4,6%    | 6,8%    | 7,7%    |
| P/E (x)                 | 34,1    | 12,5    | 14,6    | 10,6    | 5,5     | 3,9     |
| P/BV (x)                | 0,7     | 0,7     | 0,5     | 0,4     | 0,3     | 0,2     |
| EV/EBITDA (x)           | 11,6    | 11,1    | 8,1     | 6,2     | 4,4     | 3,5     |
| EV/Sales (x)            | 1,2     | 1,1     | 1,1     | 0,9     | 0,8     | 0,6     |
| ROE                     | 2,2%    | 5,7%    | 3,6%    | 3,7%    | 5,3%    | 5,8%    |
| Dividend Yield          | 1,1%    | 1,1%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 6,4%    |

| Bilanço (milyon TL)           | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri     | 24.080  | 55.249  | 90.942  | 112.360 | 144.165 | 180.362 |
| Ticari Alacaklar              | 20.342  | 26.460  | 33.054  | 35.054  | 36.467  | 37.196  |
| Stoklar                       | 67.266  | 78.746  | 94.288  | 98.755  | 100.518 | 101.722 |
| Maddi Duran Varlıklar         | 147.427 | 206.919 | 296.000 | 314.668 | 326.731 | 338.382 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 8.096   | 9.349   | 12.521  | 13.147  | 13.805  | 14.495  |
| Diğer Varlıklar               | 42.833  | 48.440  | 58.928  | 56.356  | 54.041  | 51.958  |
| Toplam Varlıklar              | 310.043 | 425.163 | 585.734 | 630.340 | 675.727 | 724.116 |
| Finansal Borçlar              | 67.620  | 121.047 | 194.372 | 223.692 | 247.654 | 271.726 |
| Ticari Borçlar                | 23.374  | 29.953  | 35.865  | 37.564  | 38.235  | 38.693  |
| Diğer Yükümlülükler           | 27.319  | 29.424  | 37.485  | 37.485  | 37.485  | 37.485  |
| Azınlık Hakları               | 5.446   | 7.621   | 9.914   | 10.113  | 10.315  | 10.521  |
| Özkaynaklar                   | 186.285 | 237.119 | 308.098 | 321.487 | 342.038 | 365.691 |
| Net Borç / (Nakit)            | 43.539  | 65.798  | 103.429 | 111.332 | 103.489 | 91.364  |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Not: \* Geçmiş dönem ve gelecek dönemlerdeki TL figürler; ilgili yılın USD bazlı tutarıyla bu yılın ortalama USD/TL kuru ile çarpılarak varsayılmıştır ve; gerçekleşen/açıklanan verilere göre önemli ölçüde farklar içerebilir. Akışın tutarlı olması adına geçmiş dönemler için de bu yöntem kullanılmıştır.

Tablo 4: Tarihsel ve Varsayımsal ton başı FAVÖK figürleri



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 5: Değerleme - Kardemir

| Kardemir - İNA Analizi (milyon TL) | 2023*  | 2024*  | 2025E  | 2026E  | 2027E   | 2028E   | 2029E   | 2030E   | 2031E   | 2032E   | 2033E   | 2034E   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Hasılat                            | 74.529 | 56.500 | 68.541 | 95.050 | 124.791 | 155.147 | 185.477 | 216.162 | 255.511 | 296.154 | 340.517 | 389.414 |
| Büyüme (%)                         | n.m    | -24,2% | 21,3%  | 38,7%  | 31,3%   | 24,3%   | 19,5%   | 16,5%   | 18,2%   | 15,9%   | 15,0%   | 14,4%   |
| FAVÖK                              | 4.633  | 4.187  | 6.800  | 10.403 | 14.755  | 19.926  | 24.432  | 29.022  | 34.643  | 40.636  | 47.331  | 54.865  |
| Marj (%)                           | 6,2%   | 7,4%   | 9,9%   | 10,9%  | 11,8%   | 12,8%   | 13,2%   | 13,4%   | 13,6%   | 13,7%   | 13,9%   | 14,1%   |
| FVÖK                               | 2.292  | 1.946  | 3.965  | 7.464  | 11.674  | 16.658  | 20.932  | 25.243  | 30.864  | 36.857  | 43.552  | 51.086  |
| Kaldıraçsız Vergiler               | 2.133  | -1.609 | -793   | -1.493 | -2.335  | -3.332  | -4.186  | -5.049  | -6.173  | -7.371  | -8.710  | -10.217 |
| Teorik Etkatif Vergi Oranı (%)     | 93%    | -83%   | -20%   | -20%   | -20%    | -20%    | -20%    | -20%    | -20%    | -20%    | -20%    | -20%    |
|                                    | 0%     | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| VSNİK                              | 4.425  | 337    | 3.172  | 5.971  | 9.339   | 13.326  | 16.745  | 20.194  | 24.691  | 29.486  | 34.841  | 40.869  |
| VSNİK Marjı                        | 5,9%   | 0,6%   | 4,6%   | 6,3%   | 7,5%    | 8,6%    | 9,0%    | 9,3%    | 9,7%    | 10,0%   | 10,2%   | 10,5%   |
| Yatırım Harcamaları                | -2.144 | -2.783 | -2.570 | -3.564 | -4.680  | -5.818  | -6.955  | -8.106  | -9.582  | -11.106 | -12.769 | -14.603 |
| Amortisman                         | 2.342  | 2.241  | 2.836  | 2.938  | 3.081   | 3.268   | 3.501   | 3.779   | 3.779   | 3.779   | 3.779   | 3.779   |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi     | -1.477 | -2.695 | 2.546  | 3.631  | 4.074   | 4.158   | 4.154   | 4.203   | 5.390   | 5.567   | 6.076   | 6.698   |
| Serbest Nakit Akımı (SNA)          | 0      | 0      | 891    | 1.714  | 3.667   | 6.618   | 9.136   | 11.664  | 13.499  | 16.592  | 19.775  | 23.347  |
| AOSM                               |        |        | 36,0%  | 31,6%  | 28,5%   | 26,3%   | 24,5%   | 22,9%   | 22,3%   | 22,0%   | 21,3%   | 20,9%   |
| İskonto Faktörü                    |        | 1,00   | 0,74   | 0,56   | 0,44    | 0,34    | 0,28    | 0,23    | 0,18    | 0,15    | 0,12    | 0,10    |
| İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)      |        |        | 655    | 958    | 1.596   | 2.280   | 2.527   | 2.625   | 2.485   | 2.504   | 2.459   | 2.401   |
| SNA'nın Net Bugünkü Değeri         | 20.489 |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Sonsuz Büyüme Oranı                | 7,5%   |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri  | 19.138 |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Operasyonların Net Bugünkü Değeri  | 39.627 |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Net Borç                           | 5.046  |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Azınlık Payları                    | 0      |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri     | 23.653 |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Piyasa Değeri                      | 17.727 |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Hisse Başı Adil Değer (TL)         | 30,32  |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Hisse Fiyatı (TL)                  | 22,72  |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Potansiyel Getiri                  | 33%    |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |

\* 2023 ve 2024 figürleri Ara24 alım gücüne göre düzeltilmiştir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

2024–2026 dönemine yönelik olarak sırasıyla %5, %2 ve %1 oranlarında satış hacmi artışı öngörmekteyiz. Bu varsayım, talep koşullarında kademeli bir normalleşme beklentimize dayanmaktadır. Bu doğrultuda, toplam satış hacminin 2026 yılı itibarıyla yaklaşık 2.5 milyon ton seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz. Ürün fiyatı varsayımlarımız aynı dönemde yıllık bazda sırasıyla %3, %2 ve %2 oranlarında artışa işaret etmektedir. 2026 sonrası dönem için ise temkinli yaklaşımımız doğrultusunda satış hacmi ve fiyatlarda sabit seyir öngörülmüştür.

Kardemir, yeni bir yatırım döngüsüne girmektedir. Şirket yönetimi, önümüzdeki dört ila beş yıl içinde toplam 1.5 milyar USD düzeyinde bir sermaye harcaması (CapEx) planladığını açıklamıştır. Bu strateji, Şirket'in önceki düşük yatırım temposuna kıyasla belirgin bir değişimi temsil etmektedir; zira önceki strateji kapsamında 3.0 milyon tonluk sıvı çelik üretim hedefi, büyük ölçekli yatırım ihtiyacı olmaksızın ulaşılabilir görünmekteydi.

Güncellenen yatırım stratejisi, katma değeri yüksek yassı ve uzun ürün segmentlerine yönelik kapasite genişlemesinin yanı sıra sürdürülebilirlik ve dijitalleşme yatırımlarını da içermektedir. Planlanan yatırımların anlamlı bir kısmının yeşil çelik dönüşümüne ayrılması beklenmektedir. Bu durum, Şirket'in hem AB karbon düzenlemeleriyle uyumunu artırmakta hem de ESG standartları açısından pozitif bir konumlanma sağlamaktadır. Önceki kamuya açık belgelerde herhangi bir somut karbon emisyonu azaltımı projesi yer almazken, güncellenen yol haritası çevresel dönüşümü açıkça önceliklendirir hâle gelmiştir.

Özellikle, tel kargal hattında uygulanacak boyutlandırma ve bloklama teknolojisi yatırımı, ürün kârlılığını artırmayı ve daha yüksek marjlı ürünlere kademeli geçişi desteklemesi açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, Kardemir'in raylı sistem üretim kapasitesini güçlendirme hedefi, Şirket'in stratejik altyapı tedarik zincirindeki rolünü pekiştirmeyi amaçlamaktadır. Bu ileriye dönük girişimler

sayesinde Kardemir'in yalnızca hacim odaklı bir üretici değil, aynı zamanda teknoloji entegrasyonu yüksek, çevresel düzenlemelere uyumlu ve fiyat-regülasyon döngülerine karşı daha dirençli bir aktör olarak yeniden konumlanması beklenmektedir.

Ancak, açıklanan yatırım programının zamanlama, ölçeklendirme ve finansal etkilerine dair kamuya açık bilgi ve yönlendirme kısıtlı olduğu için, bu çalışmada gelir, marj, yatırım harcaması, işletme sermayesi ya da vergi kalemlerine ilişkin olarak herhangi bir projeksiyon modele dahil edilmemiştir.

Bakım yatırımları, ciroya oranla %2 olarak modellenmiştir (ortalama: %3.8). Modelimiz raporlama para birimi olan Türk Lirası bazında kurgulanmış olup, uzun vadeli enflasyon ve tahvil getirisi beklentilerimizle uyumlu olarak %7.5 terminal büyüme oranı uygulanmıştır.

Tablo 6: Finansallar – Kardemir (TL)

| Gelir Tablosu (milyon TL)                 | 2023    | 2024    | 2025T   | 2025T   | 2025T    | 2025T    |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Net Satışlar                              | 74.529  | 56.500  | 68.541  | 95.050  | 124.791  | 155.147  |
| Satışların Maliyeti                       | -71.368 | -53.447 | -63.234 | -85.820 | -110.923 | -135.917 |
| Brüt Kar                                  | 3.161   | 3.053   | 5.307   | 9.230   | 13.868   | 19.231   |
| Faaliyet Giderleri                        | -869    | -1.106  | -1.342  | -1.766  | -2.194   | -2.573   |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net | -6.681  | -3.007  | -3.948  | -5.515  | -6.224   | -6.567   |
| Faaliyet Gelirleri                        | -4.389  | -1.061  | 17      | 1.949   | 5.451    | 10.091   |
| FAVÖK                                     | 4.633   | 4.187   | 6.800   | 10.403  | 14.755   | 19.926   |
| Finansal Gelir, net                       | 285     | -1.053  | -582    | -1.113  | -1.526   | -1.563   |
| Vergi Gideri                              | 2.133   | -1.609  | 120     | -189    | -813     | -1.739   |
| Net Kar                                   | 2.293   | -3.031  | -361    | 757     | 3.250    | 6.955    |
| Azınlık Payları                           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |
| Net Kar                                   | 2.293   | -3.031  | -361    | 757     | 3.250    | 6.955    |
| Pay Başına Kazanç                         | 2,94    | -3,89   | -0,46   | 0,97    | 4,17     | 8,91     |
| Pay Başına Temettü                        | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 1,78     |

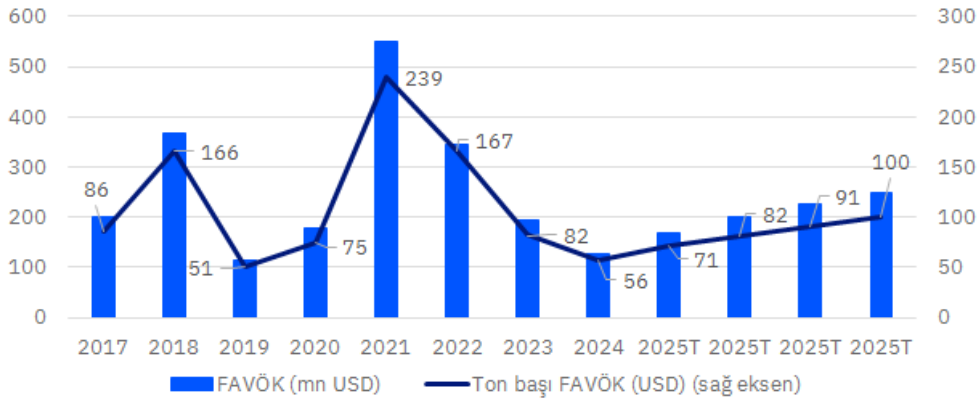
| Büyüme Oranları | 2023 | 2024  | 2025T | 2025T | 2025T | 2025T |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış           | 38%  | -24%  | 21%   | 39%   | 31%   | 24%   |
| FAVÖK           | -19% | -10%  | 62%   | 53%   | 42%   | 35%   |
| Net Kar         | 107% | -232% | -88%  | -310% | 329%  | 114%  |

| Bilanço (milyon TL)           | 2023    | 2024   | 2025T  | 2025T  | 2025T   | 2025T   |
|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri     | 6.870   | 2.796  | 2.632  | 3.012  | 5.257   | 10.817  |
| Ticari Alacaklar              | 7.445   | 4.721  | 5.649  | 7.834  | 10.285  | 12.787  |
| Stoklar                       | 17.734  | 17.585 | 22.243 | 30.845 | 40.497  | 50.348  |
| Maddi Duran Varlıklar         | 49.528  | 49.899 | 50.077 | 50.703 | 52.302  | 54.852  |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 32      | 34     | 37     | 39     | 42      | 45      |
| Diğer Varlıklar               | 4.962   | 6.888  | 6.299  | 6.296  | 6.293   | 6.290   |
| Toplam Varlıklar              | 86.571  | 81.924 | 86.937 | 98.730 | 114.677 | 135.139 |
| Finansal Borçlar              | 3.181   | 4.660  | 5.945  | 7.728  | 10.067  | 12.976  |
| Ticari Borçlar                | 16.056  | 15.788 | 18.850 | 26.030 | 34.085  | 42.308  |
| Diğer Yükümlülükler           | 14.139  | 10.040 | 11.067 | 13.141 | 15.443  | 17.819  |
| Özkaynaklar                   | 53.195  | 51.436 | 51.075 | 51.832 | 55.082  | 62.036  |
| Net Borç / (Nakit)            | (3.688) | 1.865  | 3.313  | 4.715  | 4.810   | 2.160   |

| Finansal Göstergeler        | 2023  | 2024  | 2025T | 2025T | 2025T | 2025T |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı         | 4,3%  | -5,9% | -0,7% | 1,5%  | 5,9%  | 11,2% |
| FAVÖK Marjı                 | 6,2%  | 7,4%  | 9,9%  | 10,9% | 11,8% | 12,8% |
| Net Kar Marjı               | 3,1%  | -5,4% | -0,5% | 0,8%  | 2,6%  | 4,5%  |
| Net Borç / Özsermaye (x)    | -0,1  | 0,0   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,0   |
| Net Borç / FAVÖK (x)        | -0,8  | 0,4   | 0,5   | 0,5   | 0,3   | 0,1   |
| KV Borçlar / Toplam Borçlar | 81,9% | 92,9% | 75,7% | 60,6% | 48,4% | 39,0% |
| Sermaye / Toplam Varlıklar  | 61,4% | 62,8% | 58,7% | 52,5% | 48,0% | 45,9% |
| Cari Oran (x)               | 1,3   | 1,3   | 1,3   | 1,3   | 1,3   | 1,4   |
| Nakit Kar Payı Ödemesi      | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 20%   |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 7: Tarihsel ve Varsayımsal ton başı FAVÖK figürleri



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 8: Değerleme - Kocaer

| Kocaer Çelik - İNA Analizi (mn TL) | 2023*  | 2024   | 2025T  | 2026T  | 2027T  | 2028T  | 2029T  | 2030T  | 2031T   | 2032T   | 2032T   | 2032T   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Hasılat                            | 22.219 | 19.235 | 21.683 | 30.835 | 41.424 | 53.617 | 67.171 | 82.767 | 102.777 | 125.114 | 151.075 | 181.430 |
| Büyüme (%)                         | n.m    | -13,4% | 12,7%  | 42,2%  | 34,3%  | 29,4%  | 25,3%  | 23,2%  | 24,2%   | 21,7%   | 20,7%   | 20,1%   |
| FAVÖK                              | 2.228  | 2.036  | 3.238  | 4.721  | 6.962  | 9.415  | 12.178 | 15.263 | 18.857  | 22.365  | 26.311  | 30.785  |
| Marj (%)                           | 10,0%  | 10,6%  | 14,9%  | 15,3%  | 16,8%  | 17,6%  | 18,1%  | 18,4%  | 18,3%   | 17,9%   | 17,4%   | 17,0%   |
| FVÖK                               | 1.909  | 1.684  | 2.744  | 4.092  | 6.243  | 8.624  | 11.361 | 14.264 | 17.628  | 20.878  | 24.528  | 28.658  |
| Kaldıraçsız Vergiler               | 321    | 216    | 549    | 818    | 1.249  | 1.725  | 2.272  | 2.853  | 3.526   | 4.176   | 4.906   | 5.732   |
| Teorik Etkatif Vergi Oranı (%)     | 17%    | 13%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     |
| VSNİK                              | 1.588  | 1.467  | 2.195  | 3.274  | 4.995  | 6.899  | 9.088  | 11.411 | 14.102  | 16.702  | 19.622  | 22.927  |
| VSNİK Marjı                        | 7%     | 8%     | 10%    | 11%    | 12%    | 13%    | 14%    | 14%    | 14%     | 13%     | 13%     | 13%     |
| Yatırım Harcamaları                | 614    | 1.315  | 935    | 1.523  | 1.975  | 1.072  | 1.343  | 1.655  | 2.056   | 2.502   | 3.021   | 3.629   |
| Amortisman                         | 319    | 353    | 494    | 629    | 719    | 791    | 817    | 999    | 1.229   | 1.487   | 1.783   | 2.126   |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi     | 1.252  | -2.304 | 1.918  | 1.596  | 2.247  | 1.915  | 2.017  | 2.221  | 2.791   | 3.640   | 4.240   | 4.967   |
| Serbest Nakit Akımı (SNA)          | 10     | 2.809  | -163   | 784    | 1.492  | 4.703  | 6.545  | 8.534  | 10.485  | 12.047  | 14.144  | 16.457  |
| AOSM                               |        |        | 33,5%  | 28,9%  | 25,5%  | 23,1%  | 21,3%  | 19,8%  | 19,3%   | 19,0%   | 18,5%   | 18,2%   |
| İskonto Faktörü                    |        | 1,00   | 0,75   | 0,58   | 0,46   | 0,38   | 0,31   | 0,26   | 0,22    | 0,18    | 0,15    | 0,13    |
| İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)      |        |        | -122   | 456    | 691    | 1.768  | 2.028  | 2.207  | 2.273   | 2.195   | 2.175   | 2.141   |
| SNA'nın Net Bugünkü Değeri         | 15.811 |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Sonsuz Büyüme Oranı                | 7,5%   |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri  | 21.553 |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Operasyonların Net Bugünkü Değeri  | 37.364 |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Net Borç                           | 2.294  |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Azınlık Payları                    | 25     |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri     | 35.045 |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Piyasa Değeri                      | 25.661 |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Hisse Başı Adil Değer (TL)         | 18,30  |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Hisse Fiyatı (TL)                  | 13,40  |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| Potansiyel Getiri                  | 37%    |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |

\* 2023 ve 2024 figürleri Ara24 alım gücüne göre düzeltilmiştir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Önümüzdeki üç yıl için satış hacminde sırasıyla %7, %3 ve %2 oranlarında artış öngörüyoruz. Bu artış, nihai pazarlarda kademeli normalleşme beklentimizin yanı sıra enerji, altyapı, madencilik ve savunma gibi yapısal olarak cazip sektörlerle olan yüksek entegrasyonu yansıtmaktadır. Bu varsayımlar, 2030 yılına kadar yaklaşık %2 bileşik yıllık büyüme (CAGR) anlamına gelmektedir. Temel senaryomuzda kapasite kullanım oranının 2024'teki ~%73 seviyesinden 2030 itibarıyla %88'e yükselmesini öngörmekteyiz. Şirket Yönetimi, 2030'a kadar potansiyel yeni bir üretim tesisi planından bahsetmiş olsa da, bu konuda şimdilik yeterli görünürlük sağlanmadığı için modelimize dahil edilmemiştir. Bunun yerine, Kocaer'in 2032'ye kadar %99 seviyesinde kapasite kullanımına ulaşacağı varsayılmıştır.

Kocaer, Vision 2030 stratejisi kapsamında dönüştürücü bir yatırım döngüsüne girmiştir. Bu strateji, dikey entegrasyon, ürün karmaşı optimizasyonu, enerji bağımsızlığı ve uluslararası genişleme odaklıdır. Şirket, toplam 750mn USD yatırım planlamakta olup, bunun yaklaşık %55'i enerjiye, %45'i ise çelikte bağlantılı kapasite projelerine ayrılmıştır. Öne çıkan sanayi yatırımları arasında, 1.0mn ton/yıl kapasiteli bir yeşil enerji odaklı çelikhane tesisi (EAF ve BOF teknolojilerinin sınırlandırmalarına tabi olmayan) ve 500bin ton/yıl kapasiteli A4 profil tesisi yer almakta olup, bu yatırımlar hem kütükte kendine yeterlilik oranını artırmayı hem de katma değerli ürün gamını genişletmeyi hedeflemektedir.

Şirket yönetimi, Haziran 2025'teki Kurumsal Yatırımcı Zirvesinde, jeotermal enerji yatırımlarının Türkiye'nin YEKDEM mekanizması kapsamında diğer yenilenebilir enerji türlerine kıyasla daha avantajlı olduğunu yinelemiştir. İlk aşamada hedeflenen toplam kurulu güç 48MW olup, bunun ilk fazı olan 24MW'lık kısmın 2026 sonu veya 2027 başında devreye alınması, geri kalanının

ise 2030 itibarıyla tamamlanması planlanmaktadır. Bu kapsamda yapılacak 20–25mn USD’lik yatırım, yaklaşık %30 özkaynak katkısıyla, 2–3 yıl geri ödemesiz, 8 yıla kadar vadeli proje finansmanı yoluyla gerçekleştirilecektir.

Bu yenilenebilir enerji stratejisi yalnızca Scope 2 emisyonlarını azaltmak değil, aynı zamanda karbon kredileri ve çeşitli endüstriyel uygulamalarda ticarileştirme fırsatları yaratmak üzere kurgulanmıştır. Önemle belirtmek gerekir ki, YEKDEM destekli gelir akışı 2042 yılına kadar sürecektir. Bu çerçevede, baz senaryomuza ek olarak 2030’a kadar 47.5mn USD’lik ek yatırım öngörülmüş olup, bu tutar olası kapasite artışlarının bir kısmını da kapsayabilir. Ancak 48MW üzerindeki kapasitelere dair nakit akışı projeksiyonu modele yansıtılmamıştır.

Eş zamanlı olarak, yönetim katma değerli üretimi ölçeklendirmek üzere dördüncü çelik profil fabrikasını devreye almayı planlamakta olup (yukarıda bahsettiğimiz), bu yatırımın 2028 yılı itibarıyla toplam üretim kapasitesine 500bin ton katkı yapması beklenmektedir. Bu sayede, toplam kapasite 1.3mn tona ulaşabilir. Toplam satış hacminin (dış kaynak dahil) 2030 itibarıyla 1.45mn ton seviyesine çıkarılması hedeflenirken, odak nokta yüksek marjlı segmentler olacaktır. Şirket, 2024’te %42 ve 1Ç25’te %49 olan yüksek marjlı ürün oranını %70’e yükselterek, EBITDA marjını yaklaşık iki kat artırarak %29’a, konsolide FAVÖK’ünü ise 5 kat büyütür 400mn USD’ye ulaştırmayı hedeflemektedir. (Gedik Uzun vade FAVÖK marjı varsayımı: %17,0)

Kocaer, ayrıca üst düzey müşteri bağlılığı ve fiyatlama gücünü desteklemek amacıyla Avrupa, MENA ve Kuzey Amerika bölgelerinde toplam 5 yeni dağıtım ve hizmet merkezi kurmayı planlamaktadır. Bu girişimlerin teslimat sürelerini kısaltması, müşteri yakınlığını artırması ve marj genişlemesini desteklemesi beklenmektedir. Yönetim ayrıca, önemli ölçüde kullanılmamış kredi limitlerinin mevcut olduğunu, bu sayede büyüme stratejisinin finansmanı konusunda likidite açısından geniş hareket alanına sahip olduklarını vurgulamıştır.

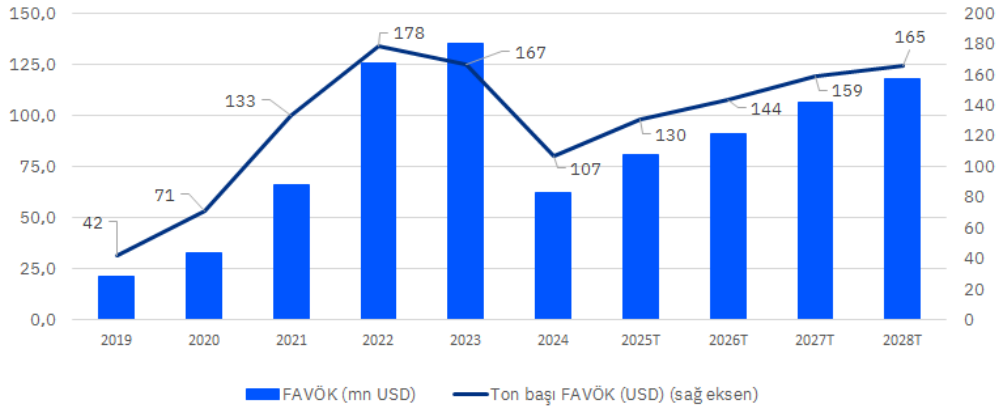
Modelimizde, FAVÖK/ton’un kademeli olarak artarak 2026T’deki 144 USD seviyesinden uzun vadede 180 USD’ye ulaşacağını varsaydık. Bu varsayım, Şirket’in yüksek katma değerli segmentlere geçiş stratejisi ile uyumludur. Model, ilave çelik üretim kapasitesi veya 48MW üzeri jeotermal üretim gibi yukarı yönlü potansiyelleri içermemektedir. Çalışma, raporlama para birimi olan Türk Lirası (TL) bazında hazırlanmış olup, uzun vadeli enflasyon ve tahvil faizi beklentilerimizle uyumlu şekilde %7.5 terminal büyüme oranı uygulanmıştır.

Tablo 9: Finansallar – Kocaer (TL)

| Gelir Tablosu (milyon TL)                 | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar                              | 22.219  | 19.235  | 21.683  | 30.835  | 41.424  | 53.617  |
| Satışların Maliyeti                       | -17.950 | -16.180 | -17.295 | -24.480 | -32.266 | -41.360 |
| Brüt Kar                                  | 4.269   | 3.056   | 4.388   | 6.355   | 9.158   | 12.257  |
| Faaliyet Giderleri                        | -1.382  | -1.372  | -1.801  | -2.450  | -3.237  | -4.119  |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net | -275    | -503    | -567    | -806    | -1.083  | -1.402  |
| Faaliyet Gelirleri                        | 2.612   | 1.181   | 2.020   | 3.099   | 4.838   | 6.736   |
| FAVÖK                                     | 3.206   | 2.036   | 3.238   | 4.721   | 6.962   | 9.415   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler         | 626     | 456     | 172     | 0       | 0       | 0       |
| Finansal Gelir, net                       | -1.212  | -1.337  | 66      | 208     | -471    | -428    |
| Vergi Gideri                              | -321    | -216    | -643    | -853    | -1.065  | -1.453  |
| Net Kar                                   | 1.705   | 83      | 1.615   | 2.454   | 3.302   | 4.855   |
| Azınlık Payları                           | -1      | 0       | 16      | 24      | 32      | 48      |
| Net Kar                                   | 1.706   | 83      | 1.599   | 2.430   | 3.270   | 4.807   |
| Pay Başına Kazanç                         | 3       | 0       | 1       | 1       | 2       | 3       |
| Pay Başına Temettü                        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 1       |
| Büyüme Oranları                           | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
| Satış                                     | a.d     | -13,4%  | 12,7%   | 42,2%   | 34,3%   | 29,4%   |
| FAVÖK                                     | 53,3%   | -36,5%  | 59,0%   | 45,8%   | 47,5%   | 35,2%   |
| Net Kar                                   | 76,9%   | -95,1%  | 1828,8% | 52,0%   | 34,5%   | 47,0%   |
| Bilanço (milyon TL)                       | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                 | 1.956   | 3.074   | 3.232   | 2.140   | 3.651   | 8.557   |
| Ticari Alacaklar                          | 1.812   | 3.177   | 3.532   | 4.178   | 4.478   | 5.796   |
| Stoklar                                   | 4.131   | 2.998   | 4.084   | 5.270   | 6.722   | 8.330   |
| Maddi Duran Varlıklar                     | 7.712   | 8.707   | 11.757  | 15.719  | 20.748  | 25.235  |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar             | 10      | 7       | 10      | 13      | 16      | 19      |
| Diğer Varlıklar                           | 1.791   | 1.831   | 2.462   | 3.201   | 3.987   | 4.834   |
| Toplam Varlıklar                          | 17.412  | 19.794  | 25.076  | 30.521  | 39.603  | 52.770  |
| Finansal Borçlar                          | 4.408   | 4.676   | 5.682   | 7.950   | 13.978  | 21.048  |
| Ticari Borçlar                            | 1.784   | 4.320   | 3.843   | 4.080   | 3.585   | 4.596   |
| Diğer Yükümlülükler                       | 1.662   | 1.302   | 1.894   | 2.697   | 3.729   | 5.085   |
| Özkaynaklar                               | 9.530   | 9.470   | 11.305  | 13.443  | 15.960  | 19.691  |
| Net Borç / (Nakit)                        | 2.452   | 1.602   | 2.450   | 5.810   | 10.327  | 12.491  |
| Finansal Göstergeler                      | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
| Özsermaye Karlılığı                       | 17,9%   | 0,9%    | 14,1%   | 18,1%   | 20,5%   | 24,4%   |
| FAVÖK Marjı                               | 14,4%   | 10,6%   | 14,9%   | 15,3%   | 16,8%   | 17,6%   |
| Net Kar Marjı                             | 7,7%    | 0,4%    | 7,4%    | 7,9%    | 7,9%    | 9,0%    |
| Net Borç / Özsermaye (x)                  | 0,3     | 0,2     | 0,2     | 0,4     | 0,6     | 0,6     |
| Net Borç / FAVÖK (x)                      | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 1,2     | 1,5     | 1,3     |
| KV Borçlar / Toplam Borçlar               | 74,0%   | 67,4%   | 65,8%   | 68,0%   | 51,2%   | 42,9%   |
| Sermaye / Toplam Varlıklar                | 54,7%   | 47,8%   | 45,1%   | 44,0%   | 40,3%   | 37,3%   |
| Cari Oran (x)                             | 1,4     | 1,3     | 1,4     | 1,2     | 1,3     | 1,5     |
| Nakit Kar Payı Ödemesi                    | 13%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 10: Tarihsel ve Varsayımsal ton başı FAVÖK figürleri



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.