

Kocaer Çelik

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 21,4TL

Katma Değerle Güçlenen Profil

10.03.2026
08.30

➤ KCAER için 21,4 TL hedef fiyat ve **Endeks Üstü Getiri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %92 getiri potansiyeli sunuyor. 2026 tahminlerimize göre şirket hisseleri 13,7x F/K ve 5,8x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Şirket modernizasyon yatırımları ile çelik servis merkezinde gerçekleştirilen kapasite artışı, ürün portföyünün yüksek marjlı ve farklı ebatlı ürünlerle çeşitlendirilmesini sağlamıştır. Bu gelişmelerin sonucunda, katma değerli ürünlerin toplam satışlar içerisindeki payı kademeli artışını sürdürmektedir. Önümüzdeki yıllarda da katma değerli ürün payının artışını sınırlandırarak sürdürüyoruz. 2025'te % 43,1 olan katma değerli ürün payını 2026'da %43,4'e, 2027'de %44'e, 2028'de ise %44,4'e yükseltiyoruz. Standart uzun çelik ürünlerine kıyasla daha düşük fiyat elastikiyetine sahip bu ürünler, şirketin FAVÖK marjlarını sektörel dalgalanmalara karşı daha dirençli kılıyor.

Şirket yatırımlarıyla maliyet avantajını sağlamayı hedefliyor. Kocaer'in öz kaynaklardan karşılanan elektrik tüketim oranı yaklaşık %33. Kocaer Enerji'nin Aydın'da yer alan 10.844 hektarlık ruhsat sahasında planlanan jeotermal enerji santrali (JES) yatırımının ilk fazı olan 24 MW kapasiteli santralin 2027 yılında devreye alınmasını bekliyoruz. ÇED aşamasında olan söz konusu yatırımın tamamlanmasıyla birlikte öz kaynaklardan karşılanan elektrik tüketim oranının %100'e ulaşacağını, FAVÖK marjının da iyileşeceğini tahmin ediyoruz. JES yatırımıyla şirketin olası elektrik satışlarını yukarı yönlü riskler arasında görüyoruz.

Katma değer odaklı büyüme öngörüyoruz. Şirketin 2025–2028T döneminde artan satış hacmi (683 bin tondan 721 bin tona; ~%2 CAGR), katma değerli ürünlere yönelen ürün karması ve disiplinli fiyatlama stratejisi sayesinde kârlılığını artırmasını bekliyoruz. Ortalama satış fiyatında 2025 sonrası kademeli toparlanma beklerken, ürün karmasındaki iyileşmenin fiyat oynaklığını dengeleyeceğini öngörüyoruz. FAVÖK'ün 2025'te 73 mn USD'den 2026'da 85 mn USD, 2027'de 92 mn USD ve 2028'de 102 mn USD seviyesine yükselmesini (CAGR: ~%12) tahmin ediyoruz. Ton başına FAVÖK'ün aynı dönemde 106 USD seviyesinden 141 USD'ye çıkarak yaklaşık %33 artış göstereceğini varsayıyoruz. Bu iyileşmenin; yüksek katma değerli ürün payı, kademeli fiyat toparlanması, maliyet avantajı ve artan kapasite kullanımının birleşik etkisinden kaynaklanacağını hesaplıyoruz.

Coğrafi çeşitlenme ABD gümrük vergisi etkisini dengeliyor. ABD'nin çelik ithalatına yönelik gümrük vergileri sonrasında Kocaer Çelik'in ABD satışlarında daralma görülmesine karşın, şirket satışlarını alternatif ihracat pazarlarına yönlendirerek toplam hacmi korumayı başardı. ABD satışlarının toplam gelir içindeki payı gerilerken, MENA ve diğer ihracat pazarlarına yapılan sevkiyatlar artış gösterdi. ABD kaynaklı hacim kaybının büyük ölçüde telafi edildiği görülüyor. Bu gelişme, şirketin esnek müşteri yapısı ve güçlü satış ağına, ticaret politikası kaynaklı riskleri sınırlayabildiğine işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde de şirketin güçlü satış&pazarlama ağından fayda sağlamaya devam etmesini bekliyoruz. Şirket %77'lik ihracat payı sayesinde döviz bazlı gelir yapısını koruyor ve kur dalgalanmalarına karşı kendini koruyor. Satışların %90-95'i yabancı para cinsinden gerçekleştiriliyor.

Riskler: 1) Küresel talep daralması satış hacmini ve fiyatları baskılayabilir. 2) Jeotermal yatırımın gecikmesi beklenen marj iyileşmesini öteleyebilir. 3) Enerji maliyetlerinde artış FAVÖK üzerinde baskı yaratabilir. 4) Korumacılık önlemlerinin artması ihracat hacminde gerilemeye neden olabilir. 5) Katma değerli ürün talebindeki zayıflama kârlılıkta sapmaya yol açabilir.

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL11.18	TL21.4	92%
Piyasa Değeri	Firma Değeri	
TL21,410mn	USD487mn	TL23,424mn

Hisse Senedi Bilgileri (09.03.2026)			
Bloomberg/Reuters:	KCAER.TI / KCAER.IS		
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	8%	-6%	-15%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	10.04 / 16.1		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	169.2		
YBB Getiri:	6%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.90		
BIST-100 ağırlığı	0.2%		
Hisse Adedi (mn):	1,915.0		
Yabancı Payı :	Mevcut	12A Önce	
	12.8%	17.7%	

Kısaca Şirket
Kocaer Çelik, çelik profil segmentinde faaliyet gösteren ve 550 milyon ABD Doları'nı aşan satış hasılatı ile son 7 yılda Ege Bölgesi demir-çelik sektörünün ihracat şampiyonu konumunda yer almaktadır. Şirket, üretiminin %75'inden fazlasını 6 kıtada 140 ülkeye ihraç ederken, yaklaşık 430 milyon ABD Doları tutarında ihracat gerçekleştirmektedir. Toplam 800 bin ton/yıl kapasiteye sahip olan Kocaer Çelik, 3 çelik profil fabrikası, entegre çelik servis merkezi ve galvaniz tesisi ile Türkiye'nin en büyük çelik profil üreticileri arasındadır. 300 bin m ² 'lik üretim alanında yaklaşık 1.000 çalışanı bulunan şirket, 12.000'i aşkın ürün çeşidi ve 60'a yakın kalite ile katma değerli ürün portföyüne sahiptir. Ayrıca, tükettiği elektriğin yaklaşık %33'ünü karşılayan 9,2 MW kapasiteli çatı üstü GES yatırımıyla enerji alanında da entegrasyon sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı	
Hakan Kocaer	74.2%
Halka Açık	25.8%

Özet Finansallar*	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	25,177	24,112	30,944	32,473
Yıllık Değişim	13%	-4%	28%	5%
FAVÖK (TLmn)	2,665	3,109	4,056	4,393
Yıllık Değişim	-17%	17%	30%	8%
Net Kar (TLmn)	109	473	1,567	2,014
Yıllık Değişim	-94%	336%	231%	29%
FAVÖK marjı	10.6%	12.9%	13.1%	13.5%
Net Kar marjı	0.4%	2.0%	5.1%	6.2%
F/K (X)	197.3	45.2	13.7	10.6
FD/FAVÖK (x)	8.8	7.5	5.8	5.3
FD/Net Satışlar (x)	0.9	1.0	0.8	0.7
Hisse Başına Kar (TL)	0.1	0.2	0.8	1.1
Hisse Başına Temettü	0.15	0.07	0.11	0.11
Temettü Verimi	1.4%	0.6%	1.0%	1.0%
Özkaynak kârlılığı	1%	4%	12%	13%

*Veriler, 2025 yılına ilişkin satın alma gücü paritesi tahminlerimiz baz alınarak hesaplanmış olup, takip eden yıllar için reel değişim oranları kullanılmıştır.

Analist: Cenk Özdemir

+90 (212) 384 1119

cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	25,177	24,112	30,944	32,473
Satışların Maliyeti	-21,178	-19,568	-24,933	-26,053
Brüt Kar	4,000	4,544	6,012	6,420
Diğer Gelir/Gider	-658	-291	-219	-223
Faaliyet Kârı	1,546	2,302	3,233	3,549
Amortisman Giderleri	462	515	604	621
FAVÖK	2,665	3,109	4,056	4,393
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	596	564	374	369
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-1,750	-1,749	-1,635	-1,277
Vergi Öncesi Kar	392	1,117	2,163	2,779
Vergi	-283	-638	-541	-695
Azınlık Payları	33	39	56	70
Net Kar	109	473	1,567	2,014
Brüt Kar Marjı	15.9%	18.8%	19.4%	19.8%
FAVÖK Marjı	10.6%	12.9%	13.1%	13.5%
PBT Margin	1.6%	4.6%	7.0%	8.6%
Net Kar marjı	0.4%	2.0%	5.1%	6.2%
Satış Büyümesi	13.3%	-4.2%	28.3%	4.9%
FAVÖK büyümesi	-16.9%	16.6%	30.5%	8.3%
Net Kar büyümesi	-93.6%	336.4%	230.9%	28.5%
Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	13,428	13,092	15,545	17,647
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,024	5,178	4,774	6,447
Ticari Alacaklar	4,158	3,912	5,087	5,338
Stoklar	3,924	3,417	4,645	4,776
Diğer Dönen Varlıklar	1,322	585	1,039	1,086
Duran Varlıklar	12,481	13,106	13,500	13,920
Toplam Varlıklar	25,908	26,198	29,045	31,567
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,599	10,400	11,575	11,971
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4,127	5,069	5,003	5,053
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	5,655	4,448	6,353	6,638
Diğer Borçlar	255	380	219	280
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,881	3,466	3,280	3,325
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1,994	2,124	1,930	1,969
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	887	1,343	1,350	1,357
Özkaynaklar	12,429	12,332	14,191	16,270
Toplam Kaynaklar	25,908	26,198	29,045	31,567
Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FAVÖK	2,665	3,109	4,056	4,393
İşletme Sermayesindeki değişim	2,473	-44	-1,113	-83
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	2,504	157	844	2,426
Yatırımlar	-1,721	-1,169	-474	-486
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-1,391	-955	-202	-243
Temettü	-295	-137	-211	-217
Net borçtaki değişim	404	1,072	-1,021	-1,052
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	1,034	1,734	-483	-580
Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.6	0.5	0.1
Net Borç/Sermaye	0.2	0.2	0.2	0.0
Yatırımlar/Satış gelirleri	6.8%	4.8%	1.5%	1.5%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	9.8%	-0.2%	-3.6%	-0.3%
Özkaynak Kârlılığı	1.0%	3.8%	11.8%	13.2%
Yatırımlar Sermaye Getirisi	7.1%	9.1%	11.9%	12.0%

Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım
TMS 29 etkisi dahil edilmiştir.

Yatırım Tezi

Yatırımlarla verimlilik artışı izleniyor

A1 ve A2 fabrikalarında hayata geçirilen modernizasyon yatırımları ile çelik servis merkezinde gerçekleştirilen kapasite artışı, ürün portföyünün yüksek marjlı ve farklı ebatlı ürünlerle çeşitlendirilmesini sağladı. Bu gelişmelerin sonucunda, katma değerli ürünlerin toplam satışlar içerisindeki payı kademeli artışını sürdürüyor. Önümüzdeki yıllarda da katma değerli ürün payının artışını sınırlandırarak sürdürüyoruz. Standart uzun çelik ürünlerine kıyasla daha düşük fiyat elastikiyetine sahip bu ürünler, şirketin FAVÖK marjlarını sektörel dalgalanmalara karşı daha dirençli kılıyor.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Katma Değerli	33.00%	42.00%	39.40%	41.60%	43.10%	43.44%	44.00%	44.44%
Yapısal Çelik	43.00%	38.40%	34.80%	31.50%	25.70%	25.38%	24.95%	24.59%
İ ve H Şekli	9.50%	6.30%	10.10%	13.30%	15.40%	15.43%	15.48%	15.56%
U ve C Şekli	14.50%	13.20%	15.60%	13.60%	15.80%	15.75%	15.57%	15.41%
Satışlar (ton)	497,057	533,238	561,458	580,443	682,873	698,529	710,349	720,926

Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Katma değerli ürünlerin toplam satışlar içindeki payının 2024'te %41,6 seviyesinden 2028T'de %44,4'e yükselmesini bekliyoruz; bu artışın ürün karmasındaki iyileşmenin en net göstergesi olduğunu düşünüyoruz. Buna karşılık yapısal çelik ürünlerinin payının kademeli olarak %24–25 bandına gerilemesini öngörüyoruz. İ ve H şekilli ile U ve C şekilli ürün gruplarının toplam içindeki payının ise %15–16 civarında dengelenmesini bekliyoruz. Bu kompozisyon değişiminin, önümüzdeki dönemde marj kalitesini ve kârlılık sürdürülebilirliğini destekleyeceğini değerlendiriyoruz.

Elektrik maliyetlerindeki düşüşün etkisiyle 2027 yılında FVAÖK marjının iyileşeceğini tahmin ediyoruz. Kocaer'in öz kaynaklardan karşılanan elektrik tüketim oranı yaklaşık %33. Kocaer Enerji'nin Aydın'da yer alan 10.844 hektarlık ruhsat sahasında planlanan jeotermal enerji santrali (JES) yatırımının ilk fazı olan 24 MW kapasiteli santralin 2027 yılında devreye alınmasını bekliyoruz. ÇED aşamasında olan söz konusu yatırımın tamamlanmasıyla birlikte öz kaynaklardan karşılanan elektrik tüketim oranının %100'e ulaşacağını, FAVÖK marjının da iyileşeceğini tahmin ediyoruz.

Santralin bulunduğu bölgenin, benzer sahalar dikkate alındığında güçlü bir jeotermal kaynak potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle, uzun vadede üretim kapasitesinin artabileceğini öngörüyoruz. Ayrıca, kapasite artış imkânı ve YEKDEM kapsamında 15 yıl boyunca dolar bazlı alım garantisi sayesinde, enerji segmentinden sağlanabilecek gelirleri orta vadede yukarı yönlü riskler arasında konumlandırıyoruz.

Operasyonel Varsayımlar	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Satışlar (ton)	682,872	698,529	710,349	720,926
I ve H Profiller	105,162	107,812	109,979	112,190
Katma Değerli Ürünler	294,318	303,442	312,545	320,359
U ve C Profiller	107,894	110,022	110,572	111,125
Yapısal Çelik Ürünleri	175,498	177,253	177,253	177,253
Ortalama Kütük Fiyatları (USD)	425.00	430.00	455.00	480.00
I ve H Profiller	671.5	752.5	773.5	792.0
Katma Değerli Ürünler	807.5	827.8	855.4	883.2
U ve C Profiller	616.3	623.5	659.8	696.0
Yapısal Çelik Ürünleri	573.8	580.5	609.7	648.0
FAVÖK (mn USD)	73	85	92	102
Ton Başına FAVÖK (USD)	106.3	121.3	129.2	140.9

Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Şirketin 2025–2028T döneminde hacim artışı, ürün karmasında katma değerli ürünlere yönelim ve disiplinli fiyatlama stratejisi sayesinde kârlılığını artıracaklarını öngörüyoruz. Toplam satış hacminin 2025'te 683 bin ton seviyesinden 2028T'de 721 bin tona ulaşacağını (2025–2028T CAGR: ~%2) tahmin ediyoruz. Büyümenin ana sürükleyicisinin I ve H profiller ile katma değerli ürünler segmenti olmasını beklemekteyiz. Katma değerli ürün hacminin 294 bin tondan 320 bin tona yükselerek toplam hacim içindeki güçlü payını koruyacağını öngörüyoruz.

Ortalama satış fiyatında 2025 sonrası kademeli toparlanma bekliyoruz. Ortalama kütük fiyatının 2025'te 425 USD/ton seviyesinden 2026T'de 430 USD/ton, 2027T'de 455 USD/ton ve 2028T'de 480 USD/ton seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Katma değerli ürünlerde fiyatın 2025'te 807,5 USD/ton seviyesinden 2028T'de 883,2 USD/ton seviyesine ulaşmasını ve bu segmentin portföy ortalamasının belirgin şekilde üzerinde kalmaya devam etmesini beklemekteyiz. Makro fiyat döngüsüne rağmen ürün karmasının gelir kalitesini destekleyeceğini ve fiyat tarafındaki oynaklığı dengeleyeceğini düşünüyoruz.

FAVÖK'ün 2025'te 73 mn USD'den 2026'da 85 mn USD, 2027'de 92 mn USD ve 2028'de 102 mn USD seviyesine yükselmesini (CAGR: ~%12) tahmin ediyoruz. Ton başına FAVÖK'ün aynı dönemde 106 USD seviyesinden 141 USD'ye çıkarak yaklaşık %33 artış göstereceğini varsayıyoruz. Bu iyileşmenin; yüksek katma değerli ürün payı, kademeli fiyat toparlanması, maliyet avantajı ve artan kapasite kullanımının birleşik etkisinden kaynaklanacağını hesaplıyoruz.

Orta vadede şirketin hacim odaklı büyümeden kârlılık odaklı büyümeye geçişini sürdürmesini bekliyoruz. Ürün karmasındaki iyileşme sayesinde fiyat dalgalanmalarının etkisinin sınırlanacağını ve katma değerli ürün payındaki artışla marjların güçleneceğini öngörüyoruz. Artan ölçeğin operasyonel kaldıraç etkisi yaratacağını ve 2025–2028T döneminde nakit üretiminin güçlenerek değerlemeyi desteklemesini bekliyoruz.

Coğrafi çeşitlenme ABD gümrük vergisi etkisini dengeliyor

ABD'nin çelik ithalatına yönelik gümrük vergileri sonrasında Kocaer Çelik'in ABD satışlarında daralma görülmesine karşın, şirket satışlarını alternatif ihracat pazarlarına yönlendirerek toplam hacmi korumayı başardı. ABD satışlarının toplam gelir içindeki payı gerilerken, MENA ve diğer ihracat pazarlarına yapılan sevkiyatlar artış gösterdi.

Bu sayede toplam 2024'te 580,4 bin ton olan satış hacminin 2025'te 682,9 bin ton seviyesine yükseldiğini görüyoruz. ABD kaynaklı hacim kaybının büyük ölçüde telafi edildiği görülüyor. **Bu gelişme, şirketin esnek müşteri yapısı ve güçlü satış ağının, ticaret politikası kaynaklı riskleri sınırlayabildiğine işaret ediyor.** Önümüzdeki dönemde de şirketin güçlü satış&pazarlama ağından fayda sağlamaya devam etmesini bekliyoruz.

İhracat ağırlıklı bu gelir modeli finansallara katkı sağlıyor. %77'lik ihracat payı sayesinde şirket döviz bazlı gelir yapısı ile kur dalgalanmalarına karşı kendini koruyor. Satışların %90-95'i yabancı para cinsinden gerçekleştiriliyor.

Altyapı ve enerji yatırımları talebi destekliyor

ABD'de 2021'de yürürlüğe giren Infrastructure Investment and Jobs Act kapsamında yaklaşık 1,2 trilyon ABD doları tutarında altyapı programı bulunmakta olup, bunun 73 milyar ABD doları elektrik şebekesi modernizasyonuna ayrılmıştır (Kaynak: U.S. Infrastructure Investment and Jobs Act). Bu ölçek, ulaştırma ve enerji altyapısına yönelik çelik talebini destekliyor.

Avrupa'da ise enerji dönüşümü ve şebeke yatırımları hız kazanmış olup, AB'nin elektrik şebekelerine yönelik yıllık yatırım ihtiyacı yaklaşık 70 milyar ABD doları seviyesindedir (Kaynak: IEA). Yenilenebilir enerji ve sanayi dönüşümü yatırımları da çelik tüketimini yapısal olarak artırıyor.

Bu görünüm doğrultusunda, Kocaer Çelik'in ihracat yaptığı pazarlarda orta vadeli talep görünürlüğü'nün güçlü kalmasını bekliyoruz.

Sektörde toparlanma operasyonel kaldıraç yaratabilir

Küresel çelik talebinde, özellikle Çin kaynaklı beklenenden güçlü bir toparlanma gerçekleşmesi durumunda fiyatlama dinamikleri yukarı yönlü sürpriz yapabilir. Çin'de altyapı ve gayrimenkul tarafında ilave teşvik adımları, hem iç tüketimi hem de küresel referans fiyatları destekleyerek emtia döngüsünü hızlandırabilir. Talep bazlı bir fiyat artışı, sektör genelinde gelir büyümesini beklentilerin üzerine taşıyabilir. Çelik üreticilerinin maliyet yapısı dikkate alındığında, fiyatlardaki sınırlı bir yukarı yönlü sapma dahi marjlara oransal olarak daha güçlü yansiyabilir. Bu çerçevede, talep ve fiyat kaynaklı iyileşme potansiyeli finansallarda anlamlı bir yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

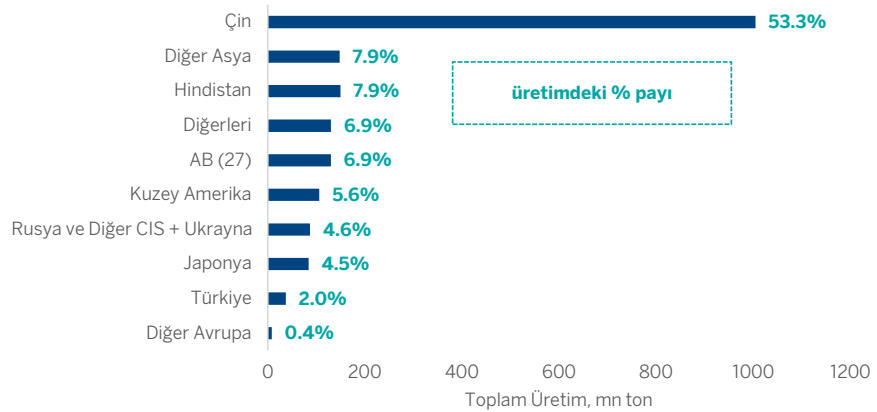
Sektör Görünümü

Küresel çelik piyasaları zorlu bir dönemden geçiyor. Küresel anlamda kapasite fazlası artarken, çelik talebi durgunluk belirtileri gösteriyor. Çelik talebinde yaşanan durgunluğun ana kaynağını Çin’de yaşanan gayrimenkul krizi oluşturuyor. Çin hükümetinin teşvikleri sektörün ayakta kalmasını sağlasa da çelik talebinde önemli bir iyileşme henüz izlenmedi. Talepteki zayıflığa bağlı olarak Çin’in ucuz çelik ihracatı artarken, Çin’in çelik ihracatına maruz kalan ülkelerde çelik üreticilerinin kâr marjında azalma dikkat çekiyor. Çin’de iç talebin toparlanması sektör için kilit rol oynuyor. Kısa vadede bu toparlanmayı öngörmüyoruz. Ancak 2024’te sektör için en kötünün geride kaldığını, yavaş ve kademeli bir toparlanma sürecinin başladığını modelimize yansıtıyoruz.

Arz-talep dinamikleri Çin’i işaret ediyor

Dünya Çelik Birliği’nin (WSA) verilerine göre 2024 sonu itibarıyla çelik üretiminde liderlik açık ara fark (%53.3 pazar payı) ile Çin’in elinde bulunuyor. Çin’i %7.9 ile Hindistan takip ederken, diğer Asya ülkeleri üretimin %7.9’unu, Avrupa ise %6.9’unu oluşturuyor. Türkiye’nin küresel üretimdeki payı ise %2 oranında bulunuyor.

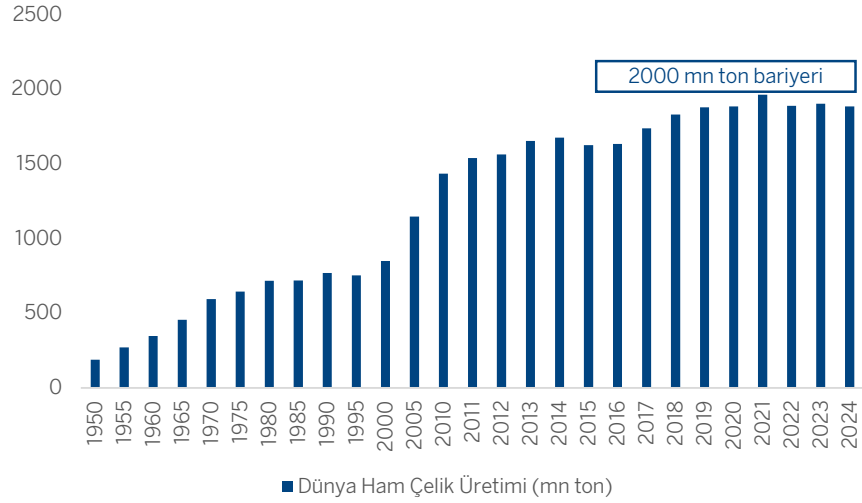
Dünyada Ham Çelik Üretim Dağılımı



Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

2024’te dünyada toplam yaklaşık 1,884.6mn ton ham çelik üretimi gerçekleştirildi. Son yıllardaki çelik üretim trendindeki gidişata bakıldığında, 2019’dan bu yana yatay bir seyir gözlemleniyor. Toplam üretimin 5 yıldır 2,000mn ton bariyerini aşmaması, buna rağmen son iki yılda fiyatlarda önemli bir sıçrama izlenmemesi, talep yönlü sorunların çelik fiyatlarını belirleyen ana katalizör olduğunu gösteriyor.

Dünyada Çelik Üretimi (mn ton)



Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

Tüketim tarafında da 2024 yıl sonu itibariyle %49.2 pay ile liderlik yine Çin'de. Diğer yandan Çin'in tüketim payının yıllık bazda neredeyse %3 daralması dikkat çekiyor. Diğer Asya ülkelerinin tüketimdeki payı % 9.50'ken; Hindistan, Avrupa Birliği ve Kuzey Amerika %7'nin üzerinde paya sahip. Üretim tarafında olduğu gibi tüketim tarafında da küresel trendi belirleyen yine Çin olarak gözüküyor.

Dünyada Çelik Tüketim Dağılımı (% ve mn ton)

Bölge ve Ülke	2023 (%)	2024 (%)	2023	2024	~Değişim
Avrupa Birliği (27)	7.3%	7.5%	129.8	130.1	0.2%
Diğer Avrupa	0.9%	0.9%	14.4	15.0	4.2%
Rusya & Diğer CIS + Ukrayna	2.9%	3.4%	60.3	59.1	-2.0%
Kuzey Amerika	7.7%	7.7%	137.2	134.2	-2.2%
Japonya	3.1%	2.9%	53.4	51.4	-3.7%
Hindistan	6.5%	8.5%	132.8	147.9	11.4%
Diğer Asya	9.3%	9.5%	167.0	165.9	-0.7%
Çin	52.0%	49.2%	905.1	856.6	-5.4%
Türkiye	1.8%	2.2%	38.0	38.3	0.8%
Diğerleri	7.8%	8.3%	140.1	143.9	2.7%

Kaynak: WSA, Garanti BBVA Yatırım

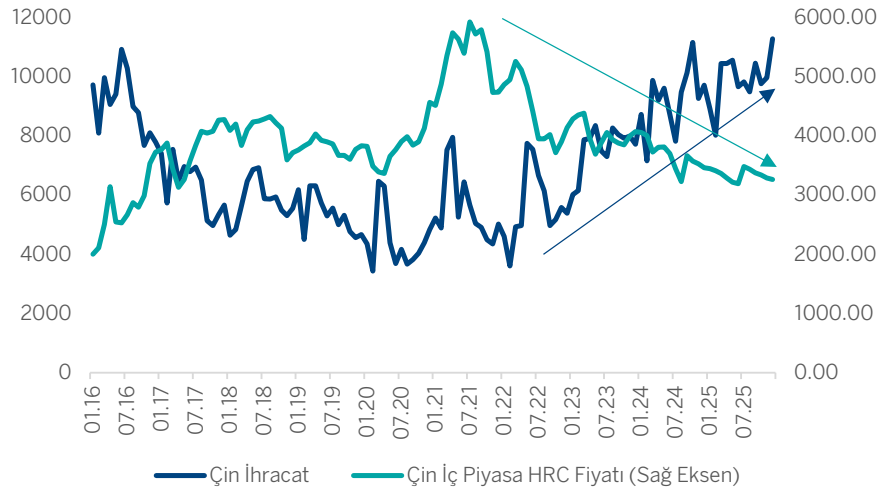
Bu yüzden arz-talep dinamiklerine bağlı olarak piyasayı yorumlarken tüm yollar Çin'e çıkıyor. Çin'de tüketilmeyen her ton çelik, ihracatla küresel pazara yayılma ve farklı bölgelerde çelik fiyatlarını baskılama potansiyeli taşıyor (tersi de geçerli). Çin'in iç talebinin zayıf olduğu dönemlerde artan ihracat küresel fiyatlarda baskıyı beraberinde getiriyor.

Çin dinamikleri küresel piyasayı doğrudan etkiliyor

Çin'in çelik üretimi 2010'dan 2020'ye kadar kademeli olarak artış gösterdi. Diğer yandan 2020 yılında 1,065mn tonda zirve yapan üretim, 2022'deki 1,013mn tona kıyasla 2023'te 1,019mn ton gerçekleşerek stabilize oldu. 2020 yılında üretimde yaşanan zirve, COVID-19 salgını sonrası bastırılmış talebin ortaya çıkarak küresel ekonomilerde yaşanan canlanmadan kaynaklandı.

Çin'deki tahmini çelik tüketimi de son iki yıldır azalıyor. 2021 yılında 954.4mn ton olan tüketim hacmi, 2022 yılında 926.7mn tona, 2023 yılında ise 895.7mn tona geriledi. Yani, 3 yıl içinde çelik tüketiminde % 6'lık düşüş gerçekleşti. Bunun ana nedeni ülkenin emlak piyasasında yaşanan kriz oldu. Çelik tüketimi üretime kıyasla daha sert düştüğü için Çin'in ihraç ettiği çelik miktarı gün geçtikçe arttı. Çin'in ihracatı 2020'den 2025'e kadar 3 katına çıkarak, 2016'dan bu yana en yüksek seviyesine ulaştı.

Çin Çelik İhracatı ve İç Piyasa HRC Fiyatları (USD)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

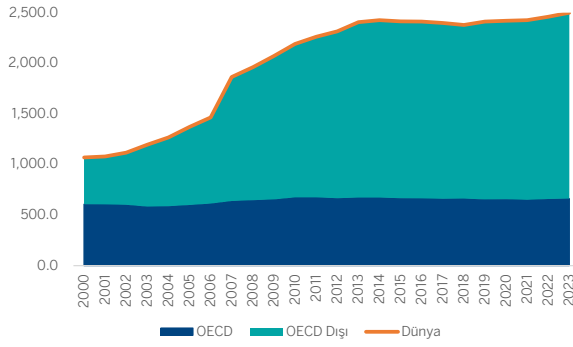
2024 ve 2025 yılındaki yüksek ihracat, diğer ihracatçı ülkelere kıyasla düşük çelik fiyatlarının yanı sıra, yıl boyunca inşaat sektöründe gözlemlenen sorunlar nedeniyle zayıf kalan iç talepten kaynaklandı. Çin'in çelik ihracatı; Güneydoğu Asya, Orta Doğu, Güney Asya, Orta Amerika gibi ticaret engellerinin bulunmadığı bölgelere yoğunlaştı. Aynı zamanda, Avrupa Birliği'ne (AB) yapılan çelik ihracatı belirgin biçimde artış gösterdi. 2021 yılında 1.61mn ton olan ihracat rakamı 2022 ve 2023 yıllarında 3.18mn ton olarak gerçekleşti.

AB bu dönemde çelik piyasasını ithalat kotaları ve anti-damping önlemleriyle koruma altına çalıştı. Buna rağmen Çin'den AB'ye çelik arzı 2022 yılında yıllık %97.5 oranında artış gösterdi. Bu büyüme, Rusya'nın Ukrayna'yı geniş çaplı işgalinin ardından AB çelik endüstrisinde yaşanan zor durumdan kaynaklandı. AB'li çelik üreticileri enerji fiyatlarında keskin bir artışla karşı karşıya kaldı ve bu durum da yerel üreticilerin daha ucuz Asya ürünleriyle rekabet etmesini imkansız hale getirdi.

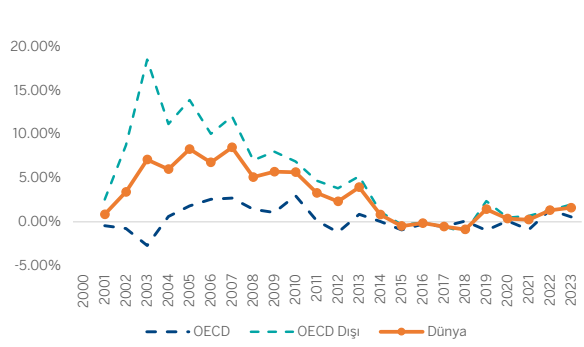
Artan kapasite + düşük talep: Kapasite fazlası sorunu

Bozulan arz-talep dengesi üzerinden çelik fiyatlarını ve şirketlerin kârlılığını etkileyen en önemli konsept, kapasite fazlası konsepti. Dolayısıyla bu konuya ayrı bir başlık açıyoruz. Kapasite fazlasının ilk adımını kapasite artışları oluşturuyor.

Dünyada Çelik Üretim Kapasitesi (mn ton)



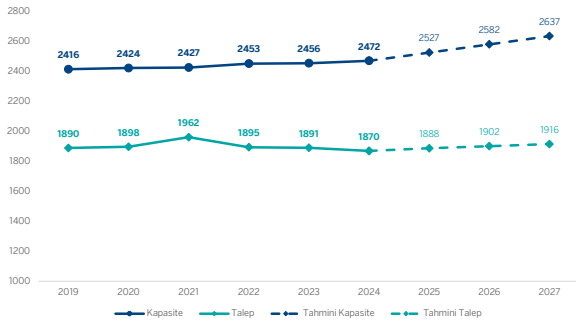
Bölgesel Kapasite Artışları (yüzdesel)



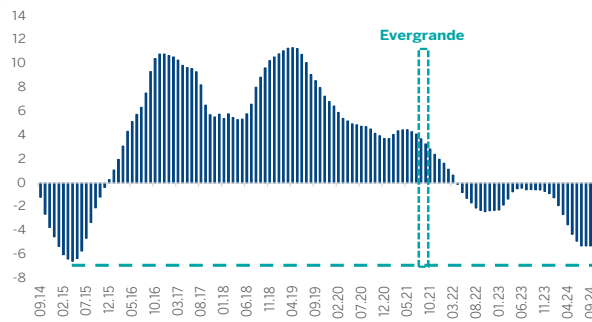
Kaynak: OECD, Garanti BBVA Yatırım

Küresel ham çelik üretim kapasitesi hızla artarak 2024 yılı sonunda 2.472 mn metrik ton (mmt) gibi rekor bir seviyeye ulaştı. 2024'teki artışla birlikte kapasite fazlası 6 yıl art arda yükselmiş durumda. Talep ise 1.670 mmt ile Çin'in çelik talebinde gayrimenkul sektörü kaynaklı sorunlar ve bu durumun ekonomi ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri nedeniyle baskılanmış gözüküyor.

Dünyada Kapasite ve Talep (mmt)



Çin İhracat Fiyatı Değişimi



Kaynak: OECD, Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Sonuç olarak hem Çin talebinde yaşanan zayıflığı, artan üretim kapasitelerini ve giderek düşen Çin ihracat fiyatını göz önünde bulundurarak sektörde hızlı bir toparlanma öngörmüyoruz. Çelik fiyatları için projeksiyonlarımızı yaparken fiyatlarda önemli bir iyileşme yerine kademeli toparlanma tercih ediyoruz.

Değerleme

İNA metodolojisine dayalı değerlememizde 2026–2035T dönemi projeksiyonlarımızı ve %2 terminal büyüme oranını esas almaktayız. Gelirlerin 2026’da 646 mn USD seviyesinden 2035’te 748 mn USD seviyesine kademeli olarak yükselmesini bekliyoruz. Aynı dönemde FAVÖK marjının %13,1’den %14,8 seviyesine genişlemesini öngörüyoruz. Bu doğrultuda FAVÖK’ün 85 mn USD’den 111 mn USD’ye, serbest nakit akımlarının ise 31 mn USD’den 71 mn USD’ye yükselmesini beklemekteyiz.

Değerleme varsayımlarımızda %7,0 risksiz faiz oranı, %5,0 piyasa risk primi ve 0,90 beta kullanmakta; bu doğrultuda %11,5 özsermaye maliyeti hesaplamaktayız. %6,0 borç maliyeti ve %25 vergi oranı varsayımları altında %80 özsermaye / %20 borç sermaye yapısı ile %10,1 AOSM kullanmaktayız.

Projeksiyon dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri 384 mn USD, terminal değer bugünkü değeri 349 mn USD olup toplamda 733 mn USD firma değerine ulaşmaktayız. 47 mn USD net borç pozisyonu sonrasında 686 mn USD özsermaye değeri hesaplıyoruz. 12 aylık hedef özsermaye değerimiz 755 mn USD, hedef pay fiyatımız ise 21,4 TL seviyesindedir. Değerlememiz, operasyonel kârlılıkta kademeli iyileşme, marj genişlemesi ve sürdürülebilir nakit akımı üretimi varsayımlarımıza dayanmaktadır.

İNA Özeti

mnUSD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	Terminal
Satış Gelirleri	646.4	678.3	714.5	732.6	735.0	738.5	742.2	745.4	746.4	748.1	
Faaliyet Kân	72.1	78.8	87.8	92.5	92.9	94.1	95.3	95.7	96.2	96.4	
Vergi	-18.0	-19.7	-21.9	-23.1	-23.2	-23.5	-23.8	-23.9	-24.1	-24.1	
Amortisman	12.6	13.0	13.8	14.1	14.2	14.2	14.3	14.4	14.4	14.4	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-23.3	-1.4	-3.3	-0.5	-1.8	-0.9	-0.4	-0.7	-1.7	-0.7	
Yatırım Harcamaları	-12.0	-12.7	-13.3	-14.0	-14.4	-14.4	-14.5	-14.5	-14.6	-14.6	
Serbest Nakit Akımı	31.4	58.0	63.0	69.0	67.6	69.5	70.9	70.9	70.2	71.3	898.0
FVAÖK	85	92	102	107	107	108	110	110	111	111	
FVAÖK Marjı	13.1%	13.5%	14.2%	14.5%	14.6%	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	
AOSM Varsayımları	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	Terminal
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Özsermaye Ağırlığı	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	
Özsermaye Maliyeti	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	
Borç Maliyeti	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
AOSM	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	
İskonto Oranı	0.92	0.84	0.76	0.69	0.63	0.57	0.52	0.47	0.43	0.39	0.39
Terminal Büyüme	2%										
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	29	49	48	48	43	40	37	33	30	28	
Varsayım ve Sonuçlar (mn USD)											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	384										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	349										
Firma Değeri	733										
Net nakit / (borç)	-47.0										
Hedef Değer	686.1										
12A Hedef Değer	755										
12A Hedef Fiyat	21.4										

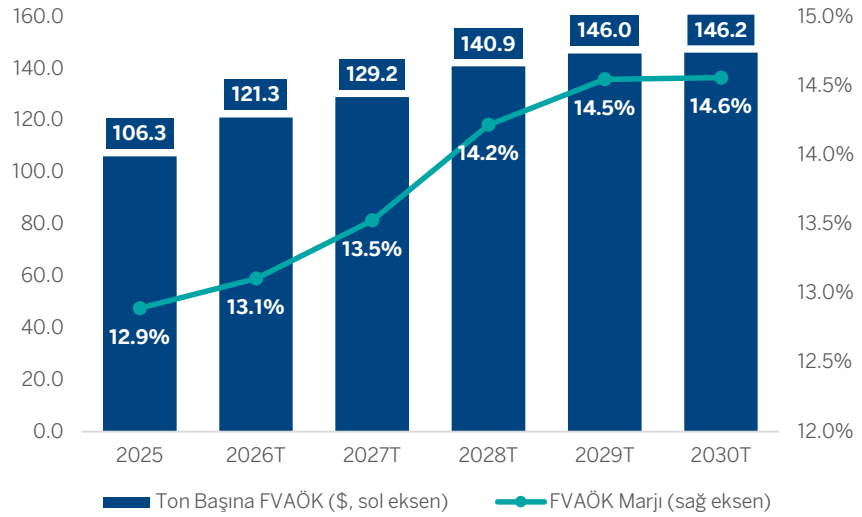
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Ek-1 KCAER 4Ç25 Finansal Sonuçlar

Kocaer Celik Özet Finansal Sonuçlar (milyon TL)						Değişim				
	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	12A24	12A25	4Ç25/4Ç24	4Ç25/3Ç25	12A25/12A24
Satış Gelirleri	6,996	5,380	6,417	6,197	6,117	25,177	24,112	-13%	-1%	-4%
Brüt Kar (Zarar)	745	1,147	1,277	986	1,134	4,000	4,544	52%	15%	14%
Faaliyet Karı	265	648	772	479	695	2,204	2,593	163%	45%	18%
FVAÖK	376	794	905	578	831	2,665	3,109	121%	44%	17%
Net Diğer Gelir/Gider	-306	30	-60	-45	-216	-658	-291	a.d.	a.d.	a.d.
Yatırım Faal. Gelir/Gider	60	134	67	146	217	596	564	260%	49%	-5%
Net Finansal Gelir / Gider	186	-461	-606	-352	-331	-1,750	-1,749	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	864	68	64	93	-119	215	106	a.d.	a.d.	-51%
VÖK	204	351	173	228	365	392	1,117	78%	60%	185%
Vergi Geliri (Gideri)	-104	-26	-57	-199	-356	-283	-638	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	105	324	113	28	9	109	473	-91%	-68%	336%
Net Nakit	-2,097	-2,294	-2,805	-3,125	-2,015	-2,097	-2,015	a.d.	a.d.	a.d.
Çalışma Sermayesi	-2,427	-2,542	-2,682	-3,702	-2,880	-2,427	-2,880	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	2,462	981	-2,054	-122	1,321	2,536	126	-46%	a.d.	-95%
Özsermaye	12,429	12,385	12,407	12,348	12,332	12,429	12,332	-1%	0%	-1%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	10.7%	21.3%	19.9%	15.9%	18.5%	15.9%	18.8%	7.9 puan	2.6 puan	3 puan
Faaliyet Kar Marjı	3.8%	12.0%	12.0%	7.7%	11.4%	8.8%	10.8%	7.6 puan	3.6 puan	2 puan
FVAÖK Marjı	5.4%	14.8%	14.1%	9.3%	13.6%	10.6%	12.9%	8.2 puan	4.3 puan	2.3 puan
Net Kar Marjı	1.4%	6.0%	1.8%	0.5%	0.1%	0.4%	2.0%	-1.3 pp	-0.3 pp	1.6 pp

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Ek-2 KCAER Ton Başına FVAÖK ve FVAÖK Marjı



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Ek-3 KCAER Tarihsel FD/FAVÖK



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Ek-4 KCAER Tarihsel FD/Satışlar



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.