

Yatırım Döngüsünden Kârlılık Döngüsüne

Operasyonel toparlanma ivme kazanıyor. Erdemir'in operasyonel döngünün dip noktasından kademeli olarak çıktığını düşünüyoruz. Karlılık tarihsel orta döngü seviyelerinin hâlâ belirgin şekilde altında olsa da, 1Ç26; daha yüksek kapasite kullanım oranı, iyileşen FAVÖK/ton ve devam eden pozitif serbest nakit akışı ile operasyonel göstergelerde ilk anlamlı toparlanma sinyalini verdi. Bununla birlikte, sürdürülebilir bir yeniden değerlendirme için hacim büyümesinden ziyade küresel ürün fiyatı/girdi makaslarında daha geniş kapsamlı bir toparlanma gerekecektir. Çok yıllık yatırım döngüsü ise kademeli olarak sona yaklaşıyor. Zirve yatırım harcaması döneminin geride kaldığını düşündüğümüz için yatırım temasının bilanço normalizasyonundan daha güçlü serbest nakit akışı üretimine, kârlılık toparlanmasına ve potansiyel olarak daha yüksek hissedar getirilerine kaymasını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde yatırımcıların özellikle (i) HRC fiyatları ve çelik marjlarındaki toparlanmaya, (ii) FAVÖK/ton'un tarihsel orta döngü seviyelerine normalleşmesine, (iii) Yatırım harcamalarının normalleşme hızına ve serbest nakit akışı üretimine ile (iv) Türk çelik üreticilerini destekleyen ilave ticaret koruma önlemlerine odaklanması gerektiğine inanıyoruz. Piyanın odağının kademeli olarak "Aşağı yönlü risk ne kadar kaldı?" sorusundan "Marjlar ne kadar hızlı normalleşebilir?" sorusuna kaydığını düşünüyoruz. Çelik hisselerinin artık talep döngüsünden ziyade kazanç revizyon döngüsünün erken aşamasına girdiğine inanıyoruz. Bu çerçevede, temel yukarı yönlü katalizör hacim artışından ziyade çelik marjlarındaki toparlanma olurken, azalan yatırım harcamaları ve güçlenen serbest nakit akışı da özkaynak değerini destekleyecektir.

Küresel çelik piyasasının yaklaşık üç yıllık marj daralmasının ardından bir dönüm noktasına yaklaştığını düşünüyoruz. Çin'deki zayıf gayrimenkul faaliyetleri küresel çelik talebini baskılamaya devam etse de, arz tarafındaki reformlar, altyapı yatırımlarındaki iyileşme ve imalat sanayindeki kademeli toparlanma, çelik marjlarında aşağı yönlü risklerin giderek sınırlı hale geldiğine işaret ediyor. 2Ç26'da kârlılığın çeyreklik bazda yatay ila hafif yukarı yönlü seyretmesini, buna karşın 2Y26'da 1Y26'ya kıyasla belirgin şekilde daha güçlü bir kârlılık profili oluşmasını bekliyoruz.

Altın Projesi – Muhafazakâr varsayımlarla yaklaşık USD400mn değer potansiyeli: Ons fiyatının USD3.500 seviyesinde gerçekleşmesi halinde yıllık serbest nakit akışının yaklaşık USD60mn'a ulaşacağını ve projenin NPV'sinin Erdemir'in mevcut piyasa değerinin yüksek tek haneli yüzdelere karşılık gelebileceğini hesaplıyoruz. Bu senaryoda proje, opsiyonel bir varlık olmaktan çıkarak grup içinde anlamlı bir iş koluna dönüşmektedir. (Detaylar: Sayfa 4)

Erdemir için tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" ve hedef değerimizi TL52,40/hisse (önceki: TL40,36/hisse) olarak güncelliyoruz. Bu revizyon, operasyonel görünümdeki iyileşmeyi ve orta vadeye ilişkin daha yapıcı beklentilerimizi yansıtmaktadır. Tahminlerimize göre hisse 2026T bazında 10,0x FD/FAVÖK ve 18,0x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Pelet tesisi yatırımının kârlılığa katkı sağlamaya başlaması ve ürün marjlarının yukarı yönlü normalleşmesiyle birlikte bu çarpanlar 2028T'de sırasıyla 3,5x ve 4,7x seviyesine tekabül etmektedir. Yıl sonu kur varsayımımıza göre ise adil değerimiz TL58,46/hisse seviyesindedir.

Hatırlatmak gerekirse Erdemir, XU100 endeksinde göre 2022'de yaklaşık %44, 2023'te %27, 2024'te %8 ve 2025'te %14 negatif ayrıştı. Ancak operasyonel toparlanmaya yönelik beklentilerin güçlenmesiyle birlikte hisse yılbaşından bu yana XU100'e göre yaklaşık %41 pozitif ayrıştı. Toparlanma hikâyesinin bir kısmı fiyatlanmış olsa da, çelik marjlarının normalleşmesi ve kârlılığın önümüzdeki yıllarda toparlanmasıyla hissede hâlen cazip bir yükseliş potansiyeli bulunduğunu düşünüyoruz.

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	209.157	277.328	375.243	491.746
FAVÖK	20.483	30.070	52.251	93.048
Net Kar	521	10.694	17.732	40.848
Brüt Kar Marjı	8,9%	9,5%	12,3%	17,2%
FAVÖK Marjı	9,8%	10,8%	13,9%	18,9%
Net Kar Marjı	0,2%	3,9%	4,7%	8,3%
F/K (x)	368,7	18,0	10,8	4,7
PD/DD (x)	0,7	0,5	0,4	0,3
FD/FAVÖK (x)	11,5	10,0	6,2	3,5
FD/Satışlar (x)	1,1	1,1	0,9	0,7
Özsermaye Karlılığı	0,2%	3,0%	3,9%	6,9%
Temettü Verimi	2,0%	0,8%	2,3%	7,4%

EREĞLİ DEMİR ÇELİK

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu	
Hisse Bilgileri	
Sektör	DEMİR, ÇELİK TEMEL
Bloomberg / Reuters Kodu	EREGL.TI / EREGL.IS
Fiyat (TL/hisse)	41,20
Hedef Fiyat (TL/hisse)	52,40
Potansiyel Getiri	27%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	23,32-42,12
Piyasa Değeri (milyon TL)	288.400
Firma Değeri (milyon TL)	319.871
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	138.432
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	7.000
Dolaşımdaki Paylar	%68
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%29,4
3 Ay Önce	%20,3
İşlem Hacmi	1H 1A 3A 1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	135.049 139.779 174.486 182.105
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	5.496.583 5.588.447 6.224.694 5.291.784
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	39,82-42,12 38,40-42,12 27,21-42,12 23,32-42,12
Hisse Performansı	1A 3A 6A 12A
Nominal Getiri	%67 %50 %77 %63
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%63 %34 %39 %68
Ortaklık Yapısı	
Ataer Holding	%50
Share buy-back	%4
Free-float	%46

Şirket Özeti	
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş., bağlı ortaklıklarıyla birlikte, demir-çelik haddelenmiş ürünler, alaşımlı ve alaşımsız demir, çelik ve pik demir dökmeler, döküm ve preslenmiş ürünler, kok ve yan ürünlerin Türkiye'de ve uluslararası alanda üretim ve satışı gerçekleştirilmektedir. Şirketin yassı ürünleri arasında sıcak haddelenmiş yassı çelik ürünler, soğuk haddelenmiş yassı çelik ürünler ve galvanizli/galvanizli yassı çelik ürünler yer almaktadır; ve metal ambalaj sektöründe kullanılan kalay/krom kaplı yassı çelik ürünlerdir.	

Hisse Performansı	
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma	
* 29/06/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.	

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

1Ç26 sonuçları, şirketin operasyonel toparlanma sürecine girmiş olabileceğine işaret ediyor. 2Ç26'da kârlılığın çeyreklik bazda yatay ila hafif yukarı yönlü seyretmesini, buna karşın 2Y26'da 1Y26'ya kıyasla belirgin şekilde daha güçlü bir kârlılık profili oluşmasını bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse Erdemir, 2025 yılında yaklaşık USD5,3 milyar ciro, USD501mn FAVÖK ve USD13mn net kâr elde ederken, bu rakamlar yıllık bazda sırasıyla yaklaşık %15, %22 ve %97 gerilemeye işaret etti. Toplam çelik satış hacmi ise zayıflayan talep koşullarının etkisiyle yıllık yaklaşık %3 düşerek 7,8mn ton seviyesinde gerçekleşti. Ürün bazında HRC, CRC ve uzun ürün satış hacimleri sırasıyla yaklaşık %3, %2 ve %3 azalarak 5,23mn ton, 1,67mn ton ve 931bin ton seviyesine geriledi. Dönemin temel baskı unsuru hacimlerden ziyade kârlılık oldu. FAVÖK/ton 2025 yılında ortalama USD64 seviyesinde gerçekleşirken (2024: USD80), hem raporlanan son 10 yıllık ortalama USD160 seviyesinin hem de aykırı değerler görülen yıllar hariç ortalama USD130 seviyesinin belirgin şekilde altında kaldı. *Bu durum, şirket kârlılığının tarihsel orta/güçlü döngü seviyelerinin hâlen oldukça gerisinde olduğunu gösteriyor.*

Operasyonel göstergeler ise 1Ç26 itibarıyla toparlanma sinyalleri vermeye başladı. Ciro yıllık bazda %7 (çeyreklik bazda %6) gerileyerek USD1,37 milyar seviyesine inse de, satış hacmi yıllık %12 artışla 2,12mn ton olarak gerçekleşti. Hacim toparlanması ağırlıklı olarak HRC (+%15) ve uzun ürün (+%34) satışlarından kaynaklanırken, soğuk haddelenmiş ürün satışları zayıf seyrini sürdürdü (-%9). Daha önemlisi, FAVÖK/ton yıllık %43, çeyreklik bazda ise %3 artarak USD73 seviyesine yükseldi. *Bu iyileşme, faaliyet kaldırıcındaki toparlanma ve ham çelik kapasite kullanım oranının %96'ya yükselmesiyle (1Ç25: %79; 2025 ortalaması: %85) desteklendi.*

Döngü perspektifinden bakıldığında, 2022 sonrasında başlayan normalleşme süreci başlangıçta beklenenden daha uzun ve daha zayıf gerçekleşti. 2022'nin ilk yarısındaki olağanüstü güçlü fiyatlandırma ortamının ardından marjlar 2022'nin ikinci yarısı ve 1Ç23 boyunca sert şekilde daraldı. 2Ç23'te hem hacimlerde hem de kârlılıkta toparlanma sinyalleri görülse de bu eğilim 2023'ün ikinci yarısı ile 2024'ün ilk yarısında sürdürülebilir olmadı. 2024'ün ikinci yarısından itibaren çelik fiyatları ve marjlarının yeniden baskı altına girmesiyle piyasa koşulları tekrar zayıfladı. 2024 yılında hacimler görece dirençli kalırken, 2025 talepte belirgin bir yavaşlamaya işaret etti ve kârlılık tarihsel orta/güçlü döngü seviyelerinin oldukça altında kaldı. *Bununla birlikte, kapasite kullanım oranı ve FAVÖK/ton tarafındaki son iyileşmenin operasyonel dip seviyenin büyük ölçüde geride kaldığını gösterdiğini düşünüyoruz. Ancak anlamlı bir yeniden değerlendirme için hacim artışından ziyade küresel çelik marjlarında daha geniş tabanlı bir toparlanma gerekecektir. Bu çerçevede Erdemir'in artık bir "yatırım hikâyesinden" bir "kârlılık hikâyesine" geçiş yaptığını düşünüyoruz.*

Küresel çelik teması: *Yaklaşık üç yıldır devam eden marj daralmasının ardından küresel çelik piyasasının bir dönüm noktasına yaklaştığını düşünüyoruz.* Çin'deki zayıf gayrimenkul ve altyapı faaliyetleri küresel çelik talebini baskılamaya devam etse de, arz tarafındaki reformlar, altyapı yatırımlarındaki iyileşme ve imalat sanayindeki kademeli toparlanma, çelik marjlarında aşağı yönlü risklerin giderek azaldığına işaret ediyor. *Mevcut çelik marjı seviyelerinde küresel maliyet eğrisinin önemli bir bölümü nakit başa baş noktasına yaklaşmış durumda.* Bu da ilave bir arz artışı olmadığı sürece marjlardaki aşağı yönlü risklerin giderek sınırlanacağını düşündürüyor.

Çin belirleyici olmaya devam ediyor: Küresel çelik fiyatlamasında temel belirleyici olmaya devam eden ülke Çin'dir. Yapısal olarak zayıf seyreden gayrimenkul/altyapı sektörü iç talebi baskılamak, üretim disiplini ve olası kapasite rasyonalizasyonu küresel çelik marjlarının yönü açısından giderek daha kritik hale geliyor. Çinli otoriteler tarafından atılabilecek anlamlı arz kısıntısı adımlarının, Erdemir gibi Çin dışındaki üreticilerin kârlılığı üzerinde orantısız derecede olumlu etki yaratmasını bekliyoruz. Bunun yanında *Çin'in çelik ihracatı çok yıllı zirvelerine yakın seyretmeye devam ederek küresel yassı çelik fiyatları üzerinde baskı oluşturuyor.* Buna karşın Avrupa, Türkiye ve birçok gelişmekte olan ülkede artan ticaret koruma önlemleri, düşük fiyatlı Çin ihracatının iç pazarlara etkisini kademeli olarak sınırlandırmaya başladı.

Korumacılık giderek daha önemli hale geliyor: Avrupa ve Türkiye'de uygulamaya alınan ticaret koruma önlemleri rekabet dinamiklerini yeniden şekillendiriyor. Çin kaynaklı ihracat yüksek seviyelerini korurken, hükümetler koruma önlemleri ve ithalat gözetim mekanizmalarına daha fazla başvurarak düşük fiyatlı ithalatın yarattığı baskıyı azaltmaya ve yerli çelik üreticilerini desteklemeye çalışıyor. Bu eğilimin orta vadede Türkiye'deki entegre yassı çelik üreticileri açısından daha destekleyici bir fiyatlandırma ortamı yaratmasını bekliyoruz.

Nakit Akışı ve Yatırım Harcaması Döngüsü: Yatırım döngüsü devam etmesine rağmen şirket güçlü nakit üretimini korumayı başardı. Erdemir, 1Ç26 döneminde yaklaşık USD275mn pozitif **serbest nakit akışı** üreterek (4Ç25: USD266mn; 1Ç25: USD293mn), **net borcunu** Mar26 itibarıyla USD676mn seviyesine düşürdü (Ara25: USD963mn; Mar25: USD1,50 milyar). Bu iyileşme, yüksek seviyesini koruyan yatırım harcamalarına rağmen faaliyet kârlılığındaki kademeli toparlanmadan kaynaklandı.

Yatırım harcamaları halen yüksek seviyelerde seyretmekle birlikte, yatırım döngüsünün zirvesinin geride kaldığını düşünüyoruz. 1Ç26'da yatırım harcamaları yıllık bazda yaklaşık %53 gerileyerek USD147mn seviyesine indi (4Ç25: USD144mn; 1Ç25: USD311mn). Bu rakam, 2025'teki USD775mn, 2024'teki USD1,07 milyar ve 2023'teki USD977mn seviyelerindeki yoğun yatırım döneminin ardından geldi. 2026 yılı için USD724mn yatırım harcaması öngörüyoruz (yönetim beklentisi: USD600–650mn). Bu da büyük yatırım projelerinin kademeli olarak tamamlanmasıyla birlikte nakit çıkışlarının önümüzdeki dönemde daha da azalacağına işaret ediyor.

Buna paralel olarak kaldıraç oranlarında da normalleşme başladı. Düzeltilmiş **Net Borç/FAVÖK** oranı 1Ç26 itibarıyla 1,3x seviyesine gerilerken (raporlanan: 1,4x), bu oran 2025 yıl sonunda 1,9x, 2024 yıl sonunda ise 2,8x seviyesindeydi. Yatırım döneminde borçluluk belirgin şekilde artmış olsa da (2023: 2,1x; 2022: 0,4x), baz senaryomuz altında mevcut bilançoyu yatırım hikâyesi açısından önemli bir risk unsuru olarak görmüyoruz. Yatırım döngüsünün hafiflemesi ve operasyonel kârlılığın toparlanmasıyla birlikte şirketin önümüzdeki çeyreklerde pozitif serbest nakit akışı üretmeye ve borçluluğunu azaltmaya devam etmesini bekliyoruz.

Altın Projesi – muhafazakâr varsayımlarla yaklaşık USD400mn değer potansiyeli:

Alacahan Altın Projesi, Erdemir açısından en önemli uzun vadeli opsiyonel değer yaratma unsurlarından biri olmayı sürdürüyor. Şirket bugüne kadar yaklaşık 424bin ons başlangıç seviyesinde (sektör terminolojisindeki inferred'ü "tahmini" olarak çeviriyoruz) tahmini kaynak açıklamış olsa da, yönetim daha kapsamlı teknik güncellemenin 2026'nın ikinci çeyreğinde paylaşılabilirliğini daha önce ifade etmişti. Sürecin bir miktar gecikmiş görünmesine rağmen, bunu yatırım tezini değiştiren değil, zamanlamaya ilişkin bir gelişme olarak değerlendiriyoruz. Daha önemlisi, mevcut belirsizliğin aşağı yönlü değil, yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz. Çünkü devam eden sondaj çalışmaları ağırlıklı olarak mineralizasyonun yeni alanlara genişletilmesi ve mevcut kaynağın güven seviyesinin artırılmasına odaklanıyor. Bu nedenle önümüzdeki aylarda paylaşılacak yeni kaynak güncellemelerinin projenin nihai ölçeği ve ekonomik değeri konusunda çok daha net bir görünüm sağlayacağını düşünüyoruz.

Erdemir'in bağlı ortaklığı Ermaden, 2025'in dördüncü çeyreğinde altın sahasına ilişkin güncel kaynak tahminini paylaşmıştı. Buna göre mevcut kaynak modeli, 14,9mn ton mineralize cevher içerisinde ortalama 0,89 g/t altın tenörü ile yaklaşık 424bin ons altına işaret ediyor. Kaynak tahmini, 5.804 hektarlık ruhsat sahasının yalnızca 45 hektarlık bölümünde gerçekleştirilen 360 adet karot sondajı (toplam yaklaşık 96,6 km sondaj) verilerine dayanıyor. Laboratuvar analizleri Bureau Veritas tarafından gerçekleştirilirken, kaynak modeli UMREK 2023 ve JORC 2012 standartları kapsamında bağımsız olarak onaylandı. Sondaj çalışmaları ise hem mevcut kaynağın güven seviyesini yükseltmek hem de henüz test edilmemiş alanlarda mineralizasyonun devamlılığını araştırmak amacıyla sürüyor. Her ne kadar mevcut kaynak "Tahmin (Inferred)" kategorisinde yer alsın ve ekonomik olarak işletilebilir rezerv niteliği henüz kazanmasa da, bu açıklama fizibilite çalışmaları, maden planlaması ve süreç tasarımı öncesinde projenin ölçeğine ilişkin ilk somut görünürlüğü sağlaması açısından önemli bir kilometre taşı niteliğindedir.

Bize göre bu açıklama, 2024–2025 döneminde paylaşılan önceki bilgiler ışığında Alacahan Projesi'nin güvenilirliğini ve sürekliliğini önemli ölçüde artırmaktadır. Değerleme amacıyla mevcut maliyet koşullarını ve altın piyasası dinamiklerini yansıtan baz senaryomuzu kullanıyoruz. **i)** Baz senaryomuzda; 10 yıllık maden ömrü boyunca yıllık 50bin ons üretim, USD3.000/ons uzun vadeli altın fiyatı, USD2.000/ons toplam nakit maliyet (AISC benzeri) ve USD50mn başlangıç yatırım harcaması varsayıyoruz. Bu varsayımlar altında projenin yıllık yaklaşık USD40mn vergi sonrası serbest nakit akışı yaratacağını hesaplıyoruz. %5 iskonto oranıyla hesaplanan yatırım sonrası net bugünkü değer (NPV) yaklaşık USD240–260mn seviyesine ulaşmakta olup, bu tutar Erdemir'in mevcut piyasa değerinin yaklaşık %4–6'sına karşılık gelmektedir. Bu büyüklükte proje artık marjinal bir katkı olmaktan çıkmakta ve ilerleyen süreçte risklerin azalması koşuluyla anlamlı bir değer yaratma potansiyeli sunmaktadır. **ii)** Uzun vadeli altın fiyatının USD2.500/ons seviyesinde gerçekleşmesi halinde yıllık vergi sonrası serbest nakit akışının yaklaşık USD20mn seviyesine gerileyeceğini, buna bağlı olarak NPV'nin yaklaşık USD100mn seviyesine düşeceğini hesaplıyoruz. Bu senaryoda proje Erdemir'in piyasa değerinin yaklaşık %2'sine karşılık gelmekte olup, pozitif olmakla birlikte stratejik açıdan daha sınırlı bir katkı sunmaktadır. Buna karşılık, **iii)** uzun vadeli altın fiyatının USD3.500/ons seviyesinde gerçekleşmesi halinde yıllık serbest nakit akışı yaklaşık USD60mn seviyesine yükselirken, projenin NPV'si yaklaşık USD400mn seviyesine ulaşmakta ve Erdemir'in mevcut piyasa değerinin yaklaşık %6–10'una karşılık gelmektedir. Bu senaryoda Alacahan Projesi, yalnızca opsiyonel bir varlık olmaktan çıkarak grup bünyesinde anlamlı bir faaliyet alanına dönüşmektedir.

Özetle, güncellenen kaynak açıklaması Alacahan Projesi'nin güvenilirliğini ve stratejik önemini artırmıştır. Bununla birlikte, mevcut kaynak "Tahmini Kaynak (Inferred Resource)" niteliğindedir. Bu sınıflandırma, mevcut sondaj verileriyle jeolojik sürekliliğin ortaya konulduğunu ancak ekonomik olarak işletilebilir rezervin henüz kanıtlanmadığını ifade etmektedir. Dolayısıyla bu kaynağın ekonomik rezerve dönüşmesi; ilave sondaj çalışmaları, kaynak güven seviyesinin yükseltilmesi, metalurjik geri kazanım testleri, uygun süreç akış şemasının belirlenmesi ve fizibilite çalışmalarının başarılı sonuçlanmasına bağlı olmaya devam etmektedir. *Bu kilometre taşları tamamlanana kadar projeyi kısa vadeli bir kâr katkısından ziyade orta-uzun vadeli bir çarpan genişlemesi (re-rating) opsiyonu olarak değerlendirmeye devam ediyoruz.*

Son olarak, değerlememizde cevher tenörünün zaman içinde azalacağı veya maliyet eğrisinin değişeceği yönünde herhangi bir varsayım kullanmıyoruz. Başka bir ifadeyle, düşük örtü kazısı gerektiren ilk üretim yılları veya yüksek tenörlü bölgelerin erken işletmeye alınması gibi senaryoları modele dahil etmeyerek **tüm maden ömrü boyunca USD2.000/ons düzeyinde sabit bir nakit maliyet varsayıyoruz. Bu yaklaşımın muhafazakâr olduğunu düşünüyoruz.** Uygulamada birçok açık ocak altın madeni ilk yıllarda daha düşük birim üretim maliyetleriyle çalışmakta, örtü kazısının artmasıyla birlikte maliyetler kademeli olarak yükselmektedir. Dolayısıyla tek bir maliyet varsayımı kullanılması, değerlememizi iyimserlikten ziyade temkinli tarafta konumlandırmaktadır.

Önemli olarak, mevcut hedef değer ve değerlendirme çalışmamız Alacahan Altın Projesi'nden herhangi bir katkı içermemektedir. Bu nedenle, devam eden sondaj çalışmaları ve fizibilite sürecinin ekonomik olarak işletilebilir bir rezervi desteklemesi halinde, projenin hisse değerlemesine ilave yukarı yönlü potansiyel yaratabileceğini düşünüyoruz.

Tablo 1: Değerleme

Erdemir - İNA Analizi (USD mn)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Net Satışlar	5.299	5.838	6.486	6.978	7.334	7.636	7.876	8.127	8.382	8.643	8.913
Büyüme (%)	-14,9%	10,2%	11,1%	7,6%	5,1%	4,1%	3,1%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
FAVÖK	519	633	903	1.320	1.486	1.603	1.691	1.776	1.834	1.900	1.960
Marj (%)	9,8%	10,8%	13,9%	18,9%	20,3%	21,0%	21,5%	21,8%	21,9%	22,0%	22,0%
FVÖK	232	328	584	990	1.143	1.248	1.324	1.405	1.461	1.523	1.580
Kaldıraçsız Vergiler	76	16	59	112	145	162	173	191	203	215	226
Teorik Etkatif Vergi Oranı (%)	81%	5%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
VSNİK	157	312	525	878	998	1.087	1.151	1.214	1.258	1.308	1.353
VSNİK Marjı	3,0%	5,3%	8,1%	12,6%	13,6%	14,2%	14,6%	14,9%	15,0%	15,1%	15,2%
Yatırım Harcamaları	775	711	587	597	604	610	158	163	168	173	178
Amortisman	287	305	319	331	343	355	367	370	373	377	380
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1.008	970	30	-78	85	77	63	65	72	73	76
Serbest Nakit Akımı (SNA)	676	-1.064	227	690	652	754	1.298	1.356	1.392	1.439	1.479
AOSM		10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
İskonto Faktörü	1,00	0,91	0,82	0,75	0,68	0,61	0,56	0,50	0,46	0,41	0,38
İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)	613	-875	169	466	400	419	654	620	577	541	504
Toplam İNA	3.475										
Sonsun Büyüme Oranı	3,0%										
Sonsuz Değer	5.189										
Firma Değeri	8.665										
Net Borç (Nakit)	676										
Geri Alınmış Paylar	96										
Azınlık Payları	215										
Özsermaye Değeri	7.870										
Güncel Piyasa Değeri	7.250										
Hisse Başına Adil Değer (USD)	1,12										
Hisse Fiyatı (USD)	0,88										
Potansiyel Getiri	27%										

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

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

Tablo 2: Finansallar

Gelir Tablosu (milyon USD)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	5.299	5.838	6.486	6.978	7.334	7.636
Satışların Maliyeti	-4.828	-5.283	-5.691	-5.775	-5.975	-6.170
Brüt Kar	471	555	795	1.203	1.358	1.466
Faaliyet Giderleri	-239	-227	-211	-213	-215	-218
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	20	25	30	37	43	53
Faaliyet Gelirleri	253	353	614	1.026	1.187	1.301
FAVÖK	519	633	903	1.320	1.486	1.603
Finansal Gelir, net	-207	-81	-167	-158	-52	-36
Vergi Gideri	-76	-16	-59	-112	-145	-162
Net Kar	18	304	414	783	1.016	1.131
Azınlık Payları	5	79	108	203	264	294
Net Kar	13	225	306	580	752	837
Pay Başına Kazanç	0,01	0,12	0,16	0,30	0,39	0,44
Pay Başına Temettü	0,05	0,02	0,04	0,11	0,20	0,22

Büyüme Oranları	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış	-15%	10%	11%	8%	5%	4%
FAVÖK	-19%	22%	43%	46%	13%	8%
Net Kar	-96%	1607%	36%	89%	30%	11%

Bilanço (milyon USD)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.695	2.227	2.760	3.637	3.611	3.507
Ticari Alacaklar	641	720	800	860	904	941
Stoklar	2.086	2.026	2.027	1.899	1.965	2.029
Maddi Duran Varlıklar	6.472	6.772	7.040	7.306	7.567	7.822
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	258	271	285	299	314	330
Diğer Varlıklar	883	841	802	767	736	708
Toplam Varlıklar	13.036	12.858	13.713	14.769	15.097	15.337
Finansal Borçlar	3.689	4.329	4.857	5.394	5.144	4.894
Ticari Borçlar	1.602	651	702	712	737	761
Diğer Yükümlülükler	796	796	796	796	796	796
Azınlık Hakları	226	231	235	240	245	250
Özkaynaklar	6.723	6.851	7.123	7.626	8.175	8.637
Net Borç / (Nakit)	994	2.102	2.098	1.757	1.534	1.387

Finansal Göstergeler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Özsermaye Karlılığı	0,3%	4,4%	5,8%	10,3%	12,4%	13,1%
FAVÖK Marjı	9,8%	10,8%	13,9%	18,9%	20,3%	21,0%
Net Kar Marjı	0,2%	3,9%	4,7%	8,3%	10,3%	11,0%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Net Borç / FAVÖK (x)	1,9	3,3	2,3	1,3	1,0	0,9
KV Borçlar / Toplam Borçlar	25,3%	21,6%	19,4%	17,5%	18,5%	19,5%
Sermaye / Toplam Varlıklar	51,6%	53,3%	51,9%	51,6%	54,2%	56,3%
Cari Oran (x)	1,7	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5
Nakit Kar Payı Ödemesi	739%	15%	25%	35%	50%	50%

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

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.