

ŞİRKET RAPORU

Türkiye | Metal Ana Sanayi | 29 Haziran 2026



Erdemir (EREGL.TI)

Verimlilik yatırımları nihayet karşılığını vermeye başlıyor...

- Erdemir'i, yüksek kapasite kullanımı, ton başına karlılıkta belirgin toparlanma potansiyeli ve verimlilik yatırımlarının orta vadeli katkısıyla BIST'te en cazip toparlanma hikayelerinden biri olarak görüyoruz. İki yıl süren zayıf marjlar ve yüksek yatırım harcamalarının ardından, 2026'nın şirket için daha güçlü operasyonel karlılığa geçiş yılı olmasını bekliyoruz.
- Hammadde bağımlılığını azaltmayı, enerji verimliliğini artırmayı ve Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) öncesinde şirketin rekabetçi pozisyonunu güçlendirmeyi hedefleyen yatırım programı, Erdemir'in orta vadeli yatırım temasının merkezinde yer alıyor.
- 12 aylık hisse hedef fiyatımız 55,7TL olup, %32 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Erdemir, 2026T FD/FAVÖK bazında 9,4x çarpanla işlem görmekte olup, ton başına FAVÖK'te toparlanma, güçlü yurt içi talep ve verimlilik yatırımlarının kademeli katkısına rağmen global benzerlerine göre iskontoludur. Erdemir için tavsiyemizi "Gözden Geçiriliyor (GG)"dan "AL" a yükseltiyoruz.

Yurt içi talep, 2026'da Erdemir'in karlılığı için ana destek unsuru olmaya devam edecek. Küresel çelik talebi genel olarak görece zayıf seyretilmekte olup, Türkiye pazarı otomotiv, beyaz eşya, altyapı ve inşaat talebiyle daha güçlü bir görünüm sunmaktadır. 2026'da beklenen %3,0 seviyesinde GSYH büyümesi ve orta vadede %3,5-4,0 bandındaki sürdürülebilir büyüme patikası, yurt içi çelik tüketimi ve sıcak haddelenmiş rulo (HRC) fiyatları için destekleyici bir zemin oluşturmaktadır. Erdemir'in önümüzdeki iki aylık üretim/satış programının dolu olması da iç talepteki güçlü seyrin devam ettiğini göstermektedir.

Önümüzdeki dönemde çelik sektörü için karlılık hacim artışından ziyade maliyet verimliliğiyle daha görünür olacak. Artan rekabet, ticaret bariyerleri ve sınırlı kamu desteği dikkate alındığında, Bingöl pelet yatırımı, güneş enerjisi projeleri ve kapasite artışları Erdemir'in ton başına FAVÖK görünümünü destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Tahminlerimiz, ton başına FAVÖK'ün 2026'da 89USD/ton seviyesinden, yatırım katkısının en belirgin hale geleceği 2031'de 171USD/ton'a yükseleceğine ve sonrasında hafif dengeleneceğine işaret etmektedir. İhracat tarafında, 1 Temmuz 2026'dan itibaren sıkılaşacak AB kotaları Türkiye'nin Avrupa'ya yönelik toplam çelik ihracat hacimleri üzerinde baskı yaratabilir. Buna karşılık, Erdemir'in mevcut müşteri ilişkileri ve Serbest Ticaret Anlaşması (STA) destekli pazar erişimi, şirketin pazar payını koruma kabiliyetini desteklemektedir.

Erdemir'de yatırım harcamaları 2024'te zirveyi görmüş olsa da yatırım döngüsünün 2030'a kadar yüksek kalmaya devam etmesini bekliyoruz. 2024-2030 döneminde kalan 3,2bn USD tutarındaki yatırım programı; modernizasyon projeleri, 550mn USD tutarındaki 3,0mn ton/yıl kapasiteli Bingöl-Avnik peletleme tesisi, kapasite artışları ve karbonsuzlaşma odaklı yatırımlardan oluşmaktadır. Elektrik ark ocağı (EAO) ve Doğrudan İndirgenmiş Demir (Direct Reduced Iron, DRI) yatırımları, Erdemir'in 2030 yılına kadar karbon emisyonlarını azaltma ve yeşil çelik üretimine geçiş stratejisinin merkezinde yer almaktadır. Bu yatırımlarla birlikte yıllık ham çelik üretim kapasitesinin 13,6mn tonun üzerine çıkarılması hedeflenmektedir. 2011-2020 döneminde yıllık ortalama 211mn USD seviyesinde gerçekleşen yatırım harcamalarına karşılık, 2026'da 600mn USD ve 2030'a kadar yıllık ortalama 600-650mn USD bandında yatırım harcaması öngörüyoruz.

Sağlıklı bilanço yapısı korunuyor. Yüksek yatırım harcamalarına rağmen Erdemir'in borçluluk seviyesinin yönetilebilir kalmasını bekliyoruz. Net borç/FAVÖK oranının 2024 sonundaki 3,06x seviyesinden 2027'de 1,40x'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Yatırımlar uzun vadede karlılığı desteklerken, kısa vadede serbest nakit akımı üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir.

Katalistler: Artan yurt içi talep, Çin kaynaklı ithalata karşı daha sıkı koruma önlemleri, sıcak haddelenmiş rulo (HRC) fiyatlarında toparlanma, Bingöl-Avnik yatırımının beklentilerden hızlı devreye alınması ve altın rezervi kaynaklı potansiyel yukarı yönlü katkı.

Riskler: Çin'deki kapasite fazlası, zayıflayan sıcak haddelenmiş rulo (HRC) fiyatları, daha sıkı ihracat kısıtlamaları ve/veya artan tarife yükleri ve makroekonomik/finansman koşullarında bozulma.

EREGL:TI / EREGL:IS

Öneri

Hedef Fiyat (TL/hisse):

AL

Getiri Potansiyeli:

55.70

32%

| | |
|-------------------------------------|------------------|
| Hisse Fiyatı (TL): | 42.12 |
| Piyasa Değeri (mn TL): | 294,840 |
| Hisse Adedi (mn):* | 7,000.0 |
| Fili Dolaşım Oranı (%): | 48.00 |
| Fili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL): | 141,523 |
| Pazar: | Yıldız Pazar |
| Sektör: | Metal Ana Sanayi |

Hisse Performans (26/06/2026)

| | | | | |
|---------------------------|---------------|--------|--------|----------|
| 12 Ay Fiyat Aralığı (TL): | 23.15 - 43.13 | | | |
| | 1h | 1A | 3A | ybb |
| Nominal | 5.2% | 9.0% | 58.7% | 79.2% |
| Rölatif (BIST-100) | 8.6% | 4.3% | 41.5% | 41.4% |
| Ort. İşlem Adedi (mn) | 139.48 | 173.77 | 182.06 | 174.59 |
| Ort. İşlem Hacmi (mn T) | 5,565 | 6,169 | 5,281 | 5,538 |
| BIST-100'deki ağırlığı | | | | 3.25 |
| Yabancı Payı | Mevcut | | | 12A önce |
| | 23% | | | 17% |

Kısaca Şirket

1965 yılında Karadeniz Ereğli'sinde üretime başlayan Erdemir, Türkiye'nin ilk ve lider yassı çelik üreticisidir. Otomotiv, beyaz eşya, makine, enerji, savunma, gemi inşa ve ambalaj başta olmak üzere birçok temel sektöre yüksek kaliteli yassı çelik tedarik etmektedir. Yaklaşık 9,7mn ton ham çelik üretim kapasitesiyle, küresel ölçekte müşterilerine hizmet vermektedir. Grup, bağlı ortaklıkları aracılığıyla çelik, madencilik, mühendislik, endüstriyel gazlar, enerji ve çelik servis merkezi alanlarında faaliyet göstermekte ve yaklaşık 13.000 kişiye istihdam sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

| | Oran |
|---------------|--------|
| Halka Açık | 46.49% |
| Ataer Holding | 49.54% |
| Diğer | 3.97% |

Finansal Göstergeler

| (TL mn) | 2024 | 2025 | 2026T | 2026T |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Ciro | 204,060 | 208,910 | 263,507 | 329,454 |
| FAVÖK | 21,092 | 20,451 | 34,799 | 59,557 |
| Net Kar | 13,481 | 512 | 9,004 | 20,314 |
| FAVÖK marjı | 10.3% | 9.8% | 13.2% | 18.1% |
| Net marj | 6.6% | 0.2% | 3.4% | 6.2% |
| FD/FAVÖK (x) | 15.5 | 16.0 | 9.4 | 5.5 |
| F/K (x) | 21.9 | 576.1 | 32.7 | 14.5 |
| FD/Satış (x) | 1.60 | 1.56 | 1.24 | 0.99 |
| Temettü/hisse (TL) | 0.25 | 0.55 | 0.96 | 2.18 |
| Temettü Verimi | 0.6% | 1.3% | 2.3% | 5.2% |
| Net Borç/FAVÖK (x) | 3.06x | 2.10x | 1.96x | 1.40x |
| Özkaynak Karlılığı (ROE) | 5.7% | 0.2% | 2.6% | 5.3% |

Analist : Onur Marşan

+90 850 201 9447

onurm@global.com.tr

Global Araştırma

+90 (212) 244 55 67

www.global.com.tr



FINANSAL TAHMİNLER

| Gelir Tablosu (mn TL) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Satışlar | 147,900 | 204,060 | 208,910 | 263,507 | 329,454 |
| Satışların Maliyeti | -132,243 | -184,055 | -190,345 | -232,494 | -274,061 |
| Brüt Kar | 15,657 | 20,005 | 18,565 | 31,013 | 55,393 |
| Faaliyet Giderleri | -4,041 | -7,750 | -9,409 | -11,124 | -13,626 |
| Faaliyet Gelirleri | 11,616 | 12,255 | 9,156 | 19,889 | 41,767 |
| FAVÖK | 16,989 | 21,092 | 20,451 | 34,799 | 59,557 |
| Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net | 3,134 | 8,801 | 796 | 1,165 | 556 |
| Finansal Gelirler/(Giderler), Net | -5,082 | -7,454 | -8,168 | -8,839 | -19,019 |
| İştiraklerden kayıp/kazanç | 78 | 205 | 107 | 118 | 129 |
| Vergi Öncesi Kar | 8,837 | 13,522 | 3,680 | 12,214 | 23,304 |
| Vergi Gideri | -4,508 | 671 | -2,986 | -3,083 | -2,812 |
| Azınlık Payları | 296 | 712 | 183 | 245 | 307 |
| Net Kar/(Zarar) | 4,033 | 13,481 | 512 | 9,004 | 20,314 |

| Bilanço (mn TL) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 24,073 | 55,260 | 115,477 | 142,473 | 141,274 |
| Ticari Alacaklar | 20,353 | 26,464 | 27,448 | 33,670 | 42,097 |
| Stoklar | 67,277 | 78,762 | 89,386 | 100,101 | 120,282 |
| Maddi Duran Varlıklar | 147,415 | 206,913 | 277,300 | 288,091 | 301,299 |
| Diğer Varlıklar | 49,177 | 56,174 | 48,921 | 49,926 | 56,794 |
| Toplam Varlıklar | 310,033 | 425,159 | 558,531 | 614,262 | 661,746 |
| Finansal Borç | 67,741 | 121,288 | 158,341 | 210,526 | 224,649 |
| Ticari Borçlar | 23,427 | 30,023 | 68,762 | 69,537 | 82,363 |
| Toplam Yükümlülükler | 118,504 | 180,735 | 261,251 | 268,780 | 278,970 |
| Azınlık Payları | 5,337 | 7,477 | 9,508 | 11,993 | 14,994 |
| Özkaynaklar | 186,191 | 236,947 | 287,772 | 345,481 | 382,775 |
| Ödenmiş Sermaye | 3,500 | 7,000 | 7,000 | 7,000 | 7,000 |
| Net Borç/(Nakit) | 41,930 | 64,442 | 42,864 | 68,053 | 83,375 |

| Büyüme | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T |
|----------|------|------|------|-------|-------|
| Satışlar | 16% | 38% | 2% | 26% | 25% |
| FAVÖK | -36% | 24% | -3% | 70% | 71% |
| Net Kar | -78% | 234% | -96% | 1659% | 126% |

| Finansal Rasyolar | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Brüt Marj | 11% | 10% | 8.9% | 11.8% | 16.8% |
| FAVÖK Marjı | 11% | 10% | 9.8% | 13.2% | 18.1% |
| Net Kar Marjı | 3% | 7% | 0.2% | 3.4% | 6.2% |

Kaynak: Finnet

Yatırım Teması

Erdemir (EREGL) için tavsiyemizi “Gözden Geçiriliyor (GG)”dan “AL”a yükseltiyoruz. 12 aylık hisse hedef fiyatımız 55,7TL olup, %32 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2026T FD/FAVÖK bazında 9,4x çarpanla işlem görmekte olup; ton başına FAVÖK’te toparlanma, güçlü yurt içi talep ve 3,2bn USD tutarındaki verimlilik odaklı yatırım programının yarattığı kısa vadeli finansal yüke rağmen global benzerlerine göre iskontoludur. Son iki yıldır devam eden yüksek yatırım harcamaları ve marj baskısının ardından, 2026’nın Erdemir için karlılıkta toparlanma döneminin başlangıcı olmasını bekliyoruz. Hammadde bağımlılığındaki azalma, enerji tasarrufu ve Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) öncesinde güçlenen rekabetçi pozisyon, bu toparlanmanın temel destekleyicileri olacaktır.

Erdemir’in yatırım tezi, küresel ölçekte çelik talebi, fiyatları ve marjlarında güçlü bir toparlanmadan ziyade maliyet azaltımı ve karlılık iyileşmesi üzerine kuruludur. Küresel çelik talebi zayıf seyrini korurken, Çin kaynaklı kapasite fazlası ihracat pazarları üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Türk demir çelik sektörü için önemli pazarlardan biri olan Avrupa’da ise talep zayıf kalırken ticaret önlemleri sıkılaşmaktadır. Bu ortamda, Erdemir’in hammadde ve enerji tarafında kendine yeterliliği artırmaya yönelik stratejisini, yapısal marj iyileşmesinin ana unsuru olarak görüyoruz.

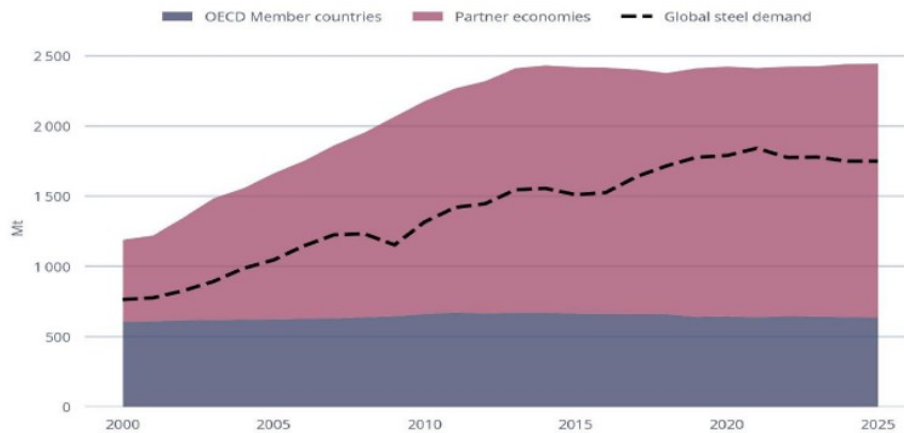
Yatırım programının en önemli projesi, 2027 sonunda tamamlanma, 2028’den itibaren kademeli devreye alınması beklenen 550mn USD tutarındaki Bingöl-Avnik peletleme tesisidir. Tesisin tam kapasiteye ulaşmasıyla birlikte pelet tarafında kendine yeterlilik oranının yaklaşık %25-30 seviyesinden %80-85 seviyesine, toplam demir içeren hammadde tarafında kendine yeterlilik oranının ise %15-20 seviyesinden %40-45 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Ön fizibilite değerlendirmelerine göre yatırım tamamlandığında yıllık yaklaşık 200-250mn USD ilave karlılık katkısı öngörülmektedir. Güneş enerjisi yatırımları ve planlanan elektrik ark ocağı (EAO) dönüşümü de orta vadede maliyet ve karbon emisyonu tarafında ilave fayda sağlayacaktır.

Sivas bölgesindeki altın rezerv keşfini baz senaryo değerlememize dahil etmiyoruz. Bu nedenle UMREK uyumlu rezerv raporu ve olası nihai yatırım kararı, değerlendirme açısından ilave yukarı yönlü potansiyel yaratabilir. Başlıca riskler; küresel çelik fiyatlarında zayıflama, Çin kaynaklı ihracat baskısının uzun sürmesi, Avrupa talebinde daha zayıf seyir ve Türkiye’de makroekonomik ya da finansman koşullarında bozulmadır.

Küresel çelik talebinde sınırlı toparlanma; Çin kaynaklı kapasite fazlası baskısı sürüyor

Küresel çelik talebi 2025’te üst üste dördüncü yılında da gerileyerek %2,6 daralmış ve 1,80mrl ton seviyesine inmiştir. OECD, 2026’da yalnızca sınırlı bir toparlanma öngörmekte olup, talebin %0,4 artışla 1,81mrl ton seviyesine ulaşmasını beklemektedir. Zayıf görünümün ana nedeni, küresel çelik tüketiminin %46’sını oluşturan Çin’dir. Çin’de çelik talebi, gayrimenkul sektöründeki düzeltmenin devam etmesiyle 2025’te %6,9 gerilemiştir. Talebin 2026’da da %0,6 düşmesi ve orta vadede yapısal daralma eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Diğer bir ifadeyle, dünyanın en büyük çelik pazarı küçülürken, diğer bölgelerdeki büyüme bu boşluğu tam olarak telafi edecek hızda gelişmemektedir. Buna paralel olarak Çin, kapasite fazlasını sınırlamak ve fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltmak amacıyla üretim kontrollerini sıkılaştırmaktadır. Sonuç olarak, Çin hariç küresel çelik talebinin 2027’de %4,0 büyümesi beklenmektedir; bu oran son yıllarda görülen en güçlü toparlanmaya işaret etmektedir. Ancak bu görünüm Mart 2026 ortası itibarıyla mevcut verilere dayanırken, Orta Doğu’da tırmanan gerilim küresel talep görünümü açısından baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel ham çelik üretim kapasitesi ve çelik talebi, (2000–2025)



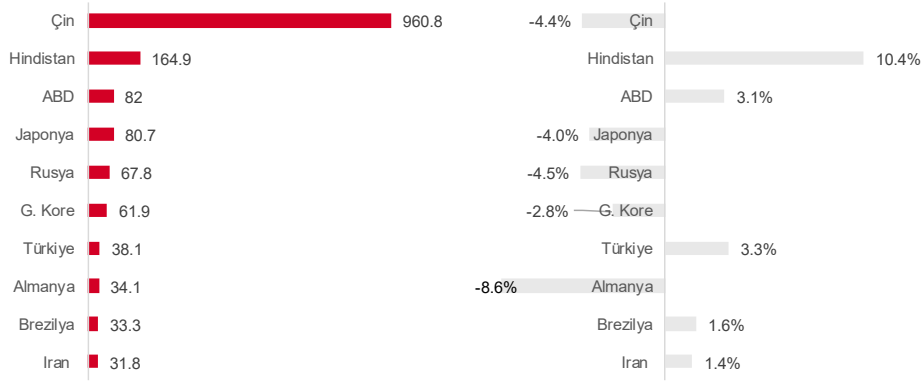
Kaynak: OECD



Hindistan, son yıllarda demir çelik sektöründe büyümenin ana motoru olarak öne çıkmaktadır. Ülkede çelik talebi 2025'te %9,8 artarken, 2026 için ilave %6,7 büyüme öngörülmektedir. Hindistan'ın, altyapı harcamaları ve hükümetin 2030–31 itibarıyla 300mn ton çelik üretim kapasitesine ulaşma hedefiyle desteklenerek 2030'a kadar yaklaşık 40mn ton üretim eklemesi beklenmektedir. Güneydoğu Asya'da talep yıllık bazda %3,5, Orta Doğu'da %1,6 ve Afrika'da %4,4 artış göstermiştir; bu bölgelerde büyüme inşaat projeleri ve sanayileşme eğilimleriyle desteklenmektedir. Ancak Hindistan dışındaki bu pazarlar, mutlak büyüklük açısından görece sınırlı kalmakta veya Çin destekli kapasite yatırımlarıyla giderek daha fazla kendine yeter hale gelmektedir.

Küresel Ham Çelik Üretiminde İlk 10 Ülke, 2025

Yıllık Büyüme, 2025



Kaynak: GMK

Kapasite Fazlası Kalıcı Bir Sorun

Küresel demir-çelik sektöründe üretim kapasitesi ile nihai talep arasındaki makas tarihsel olarak en geniş seviyelerden birine ulaşmıştır. Küresel çelik kapasite kullanım oranı yaklaşık %75–80 bandında seyretmektedir. Ham çelik üretim kapasitesi 2025'te 2.445mn ton ile rekor seviyeye ulaşırken, küresel çelik talebi 1.805mn ton seviyesinde kalmış ve 640mn tonluk kapasite fazlası oluşmuştur. Bu farkın 2028 itibarıyla 745mn tona genişlemesi beklenmektedir. Kapasite kullanım oranı %76'ya gerilemiş olup, 2028'de %74'e düşeceği öngörülmektedir. Bu seviye, sabit maliyetlerin karşılanması ve sürdürülebilir getiri yaratılması için genellikle gerekli görülen %80–85 eşişinin belirgin şekilde altındadır. Söz konusu arz fazlası, düşük fiyat ortamını ve yaygın ticaret korumacılığını beslemektedir.

Küresel Çelik Üretimi

| Bölge | 2025 | | 2026 | | 2030 | |
|--|----------------|-------------|----------------|------------|----------------|------------|
| | mn ton | Değişim % | mn ton | Değişim % | mn ton | Değişim % |
| Çin Halk Cumhuriyeti | 961.3 | -4.3 | 958.2 | -0.3 | 930.9 | -0.6 |
| AB-27 ve Birleşik Krallık | 130.6 | -2.4 | 132.4 | 1.3 | 136.3 | 0.9 |
| Hindistan | 164.4 | 10 | 174.9 | 6.4 | 208.3 | 4.8 |
| Amerika Birleşik Devletleri-Meksika-Kanada | 107.5 | 1.3 | 108.3 | 0.6 | 111.7 | 0.8 |
| Japonya ve Kore | 141.9 | -3.8 | 143.3 | 0.9 | 132.8 | -1.3 |
| Güneydoğu Asya Uluslar Birliği (ASEAN) | 60.2 | 5.4 | 61.5 | 2.1 | 90.6 | 8.5 |
| Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT) | 82.2 | -4.9 | 85 | 3.4 | 97 | 3.4 |
| Orta Doğu | 57 | 5.1 | 57.4 | 0.8 | 73.1 | 5.1 |
| Orta Amerika ve Güney Amerika | 42.4 | -0.2 | 43.2 | 1.9 | 47 | 2.1 |
| Diğer Avrupa | 42.4 | 2.1 | 43.6 | 2.8 | 49.9 | 3.3 |
| Diğer Asya | 25.9 | -8.7 | 26.6 | 2.6 | 26.5 | 0.4 |
| Afrika | 26.9 | -4.4 | 28.6 | 6.3 | 29.7 | 2 |
| Okyanusya | 5.8 | 11.1 | 5.9 | 1.7 | 6.3 | 1.8 |
| Dünya | 1,850.8 | -1.9 | 1,869.4 | 1.0 | 1,940.6 | 1.0 |
| Çin hariç dünya | 889.4 | 0.7 | 911.1 | 2.4 | 1,009.6 | 2.6 |
| OECD | 426.1 | -1.3 | 431.3 | 1.2 | 434.8 | 0.4 |
| OECD dışı | 1,424.6 | -2.1 | 1,438.0 | 0.9 | 1,505.7 | 1.1 |
| Gelişmiş ekonomiler | 375.5 | -2.1 | 379.4 | 1.0 | 372.1 | -0.2 |
| Gelişmekte olan ekonomiler | 1,475.2 | -1.9 | 1,489.9 | 0.9 | 1,568.4 | 1.2 |
| Çin hariç gelişmekte olan ekonomiler | 513.9 | 2.8 | 531.6 | 3.4 | 637.4 | 4.4 |

Kaynak: OECD

Normal piyasa koşullarında bu tablo kapasite kapanışlarını beraberinde getirmelidir. Ancak kapasite fazlasının önemli bir bölümü Çin ve diğer OECD dışı ekonomilerde yoğunlaşmaktadır. Bu ülkelerde devlet destekli üreticiler; hibe, piyasa koşullarının altında kredi, vergi avantajları ve enerji sübvansiyonları yoluyla zarar eden tesisleri faaliyet halinde tutmaya devam etmektedir. 2024'te medyan Çinli çelik şirketinin aktif bazına göre aldığı sübvansiyon, OECD emsallerinin yaklaşık 15 katına ulaşmış

olup, bu oran birkaç yıl önce yaklaşık 10 kat seviyesindeydi. Devlet desteğinin kısa vadede azalacağına dair güçlü bir işaret bulunmamaktadır.

Avrupa Çelikte Kotaları Daraltıyor: 1 Temmuz 2026'dan İtibaren Yeni Tarife Rejimi

Türkiye'nin çelik ihracatının yaklaşık %60'ını oluşturan Avrupa'da, çelik talebi zayıf sanayi aktivitesi ve ithalat baskısının devam etmesiyle 2025'te yıllık bazda %1,2 daraldı. Almanya'da talep %6,1, Fransa'da ise %12,6 gerilerken, bölge genelinde yüksek enerji maliyetleri ve zayıf imalat faaliyeti talep görünümünü baskılamaya devam etti. Ancak talep kıta genelinde zayıf seyrederken, ithalata karşı koruma önlemleri belirgin şekilde güçleniyor.

2026'da Avrupa çelik talebinin imalat aktivitesindeki kademeli iyileşmenin desteğiyle sınırlı bir toparlanma göstererek %1,4 büyümesi beklenmektedir. Buna karşın, öngörülen toparlanmaya rağmen Avrupa çelik tüketiminin pandemi öncesi seviyelerin altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir; tüketimin 2026'da yaklaşık 11mn ton, 2027'de ise yaklaşık 9mn ton daha düşük seyretmesi öngörülmektedir. AB kurumları, küresel kapasite fazlasının Avrupa çelik piyasası üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamayı hedefleyen yeni düzenleme üzerinde geçici uzlaşmaya varmıştır. Buna göre, 1 Temmuz 2026 itibarıyla mevcut koruma önlemlerinin yerini daha sıkı bir çerçeve alacaktır. İthalat kotaları 2024 seviyelerine kıyasla yaklaşık %47 azaltılırken, kota dışı ithalata uygulanan vergi %25'ten %50'ye çıkarılacaktır.

AVRUPA ÇELİK PAZARI — TALEP, ÜRETİM VE TİCARET POLİTİKASI

| Gösterge | 2025 | 2026 Tahmin / Planlanan |
|-------------------------------------|----------------|--|
| AB + Birleşik Krallık çelik talebi | yıllık -%1,2 | yıllık +%1,4 |
| Almanya talebi | yıllık -%6,1 | Sınırlı toparlanma |
| Fransa talebi | yıllık -%12,6 | yıllık +%0,3 |
| AB + Birleşik Krallık çelik üretimi | yıllık -%2,4 | yıllık +%1,4 |
| AB ithalat kotası toplamı | Mevcut rejim | Yaklaşık 18mn tona düşüş, yaklaşık %47 azaltım |
| Kota dışı tarife | 25% | %50'ye yükseltilecek |
| Kota liberalizasyon oranı | Yıllık %1 | Yıllık %0,1'e düşürülecek |
| Menşeye doğrulaması | Yok | Zorunlu melt-and-pour uygulaması |
| Kota devri | İzin veriliyor | Kaldırılacak |
| Birleşik Krallık ithalat kotası | Mevcut rejim | %60 azaltım |
| Birleşik Krallık kota dışı tarife | 25% | 50% |
| CBAM / SKDM | Geçiş dönemi | 1 Ocak itibarıyla kalıcı dönem |
| Yeni AB koruma rejimi | - | 1 Temmuz 2026 itibarıyla yürürlükte |

Kaynak: OECD Steel Outlook 2026, Avrupa Birliği Konseyi (2026)

Yeni düzenlemenin kritik unsurlarından biri, "melt-and-pour" uygulaması olacaktır. Bu düzenleme, ithal çeliğin gerçek üretim menşesinin beyan edilmesini zorunlu kılarak, Çin menşeli çeliğin ASEAN işleme merkezleri üzerinden Avrupa pazarına yeniden giriş yaptığı transit ticaret kanallarını doğrudan hedeflemektedir. İngiltere de benzer yönde hareket etmekte olup, tarife kontenjanlarını mevcut seviyelerin %60 altına çekmeyi ve kota dışı ithalatta aynı şekilde %50 vergi uygulamayı planlamaktadır. Bu adım, 2025'te %29'a yükselen ithalat payını daha yönetilebilir seviyelere indirmeyi amaçlamaktadır.

Eurofer'e göre, çelik kullanan sektörlerde sanayi aktivitesi sınırlı iyileşme sinyalleri vermektedir. Steel Weighted Industrial Production (SWIP) endeksi, altı çeyrek üst üste süren daralmanın ardından 2025'in üçüncü çeyreğinde %1,8 artış göstermiştir. Ancak genel görünüm halen zayıf kalmaya devam etmektedir.

Türkiye özelinde bakıldığında, 1 Temmuz 2026 itibarıyla AB'nin daha sıkı koruma çerçevesine geçmesi önemli bir kırılma noktası olacaktır. Yeni düzenlemeyle ithalat kotalarının yaklaşık 18mn tona düşürülmesi, kota dışı tarifelerin %50'ye çıkarılması, melt-and-pour uygulamasıyla menşeye kontrollerinin sıkılaştırılması ve kota devri hakkının kaldırılması beklenmektedir. Bu önlemler, CBAM'in Ocak 2026 itibarıyla kalıcı faza geçmesiyle birlikte Türkiye'nin en önemli ihracat pazarındaki rekabet koşullarını yeniden şekillendirmektedir.

TÜRKİYE-AVRUPA Ticaret İlişkileri

| | 2025 Value |
|--|---|
| Avrupa'ya çelik ihracatı ihracatı | 7.9mn tons |
| AB dışı Avrupa ihracatı | 3.7mn tons |
| Türkiye'nin demirçelik ihracatında Avrupa'nın payı | ~60% |
| Çin HRC fiyatları | ABD fiyatlarının yaklaşık %50'si; Kuzey Avrupa fiyatlarının yaklaşık %33'ü. |

Kaynak: ÇİB, OECD Steel Outlook 2026



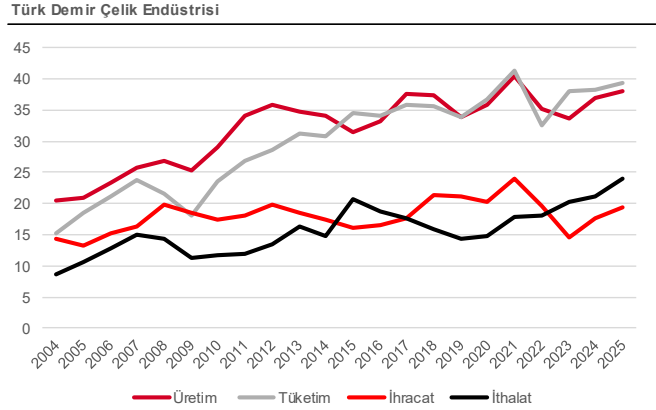
Türkiye'nin AB'ye çelik ihracatı 2025'te 7,9mn tona ulaşırken, AB dışı Avrupa pazarlarına yapılan ihracat 3,7mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu iki pazar birlikte Türkiye'nin toplam çelik ihracat hacminin yaklaşık %60'ını oluşturmaktadır. CBAM belirsizliği 2026'nın başında geçici bir alım yavaşlamasına yol açmış olsa da, düzenleyici çerçevenin netleşmesiyle ÇİB talebin Mart–Nisan 2026'dan itibaren toparlanmasını beklemektedir. Yeni koruma mimarisi; yakın coğrafyada yer alan, serbest ticaret anlaşması kapsamındaki ve daha düşük emisyon profiline sahip tedarikçileri yapısal olarak desteklemektedir. Bu çerçeve, Erdemir'in Avrupa pazarındaki rekabet konumuyla görece uyumlu görünmektedir.

Yurt içi pazar destekleyici kalmaya devam ediyor

Türkiye'de ham çelik üretimi 2025'te %2,3 artarken, 2026'da yaklaşık %2,9 büyümesi ve 2030'a doğru daha güçlü bir ivme kazanması beklenmektedir. Büyüme, yurt içi aktivitedeki toparlanma ve ihracattaki canlanma ile desteklenmiş; yurt dışı sevkiyatlar 2025'te %12'nin üzerinde artış göstermiştir. Türk çelik üreticileri de piyasa koşullarındaki iyileşmeye paralel olarak 2026'da üretim ve tüketimde ilave büyüme beklemektedir.

Yurt içinde, Dahilde İşleme Rejimi'nde beklenen değişikliklerin teşvik mekanizmasını yerli çelik kullanımını destekleyecek şekilde değiştirmesi ve yerli üreticiler için ek destekleyici unsur yaratması beklenmektedir. Çin'de talep zayıflığının devam etmesi, Çin kaynaklı ihracat baskısının kısa vadede tamamen ortadan kalkmayacağına işaret etmektedir. Ancak Batı pazarlarının Çin menşeli ve üçüncü ülkeler üzerinden yönlendirilen ürünlere karşı koruma önlemlerini sıkılaştırmasıyla, uyum baskısı giderek üçüncü pazarlar ve açık ticaret kanalları üzerine kaymaktadır. Türk üreticiler, bu pazarlarda tarihsel olarak rekabetçi konumlarını koruyabilmiştir.

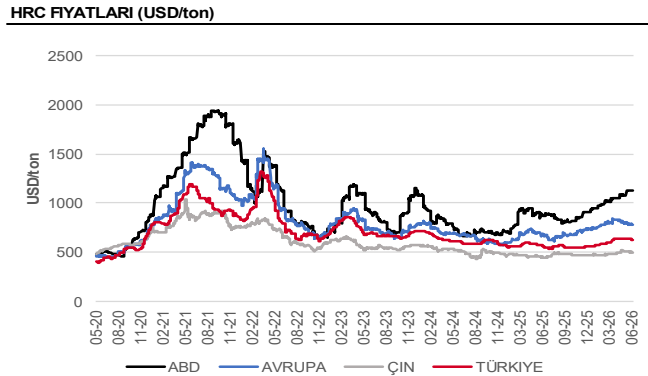
Erdemir açısından net etkinin olumlu olmasını bekliyoruz. Türkiye'nin AB ile Gümrük Birliği kapsamında yer alması ve AB'nin üçüncü ülke menşeli ürünlere yönelik kısıtlamaları sıkılaştırması, Erdemir'in ana ihracat pazarında Çin ve ASEAN kaynaklı rekabet baskısını sınırlayabilir.



Kaynak: ÇİB

HRC fiyatlarında sınırlı toparlanma var; ancak Çin ile diğer bölgeler arasındaki makas korunuyor

HRC fiyatları, 2026 başından bu yana dört ana gösterge bölgede sınırlı toparlanma göstermiştir. ABD, Avrupa, Türkiye ve Çin HRC fiyatları, 2024–2025 dip seviyelerinden yukarı yönlü hareket etmiştir. Bu toparlanma; 2025'te demir cevheri fiyatlarının %9, koklaşabilir kömür fiyatlarının ise %17 artmasıyla yükselen hammadde maliyetlerinden ve özellikle ABD ile AB'de sıkılaştırılan ticaret koruma önlemlerinin ilk etkilerinden destek almaktadır.



Kaynak: Bloomberg



Buna karşın, fiyatlardaki yukarı yönlü seyir yapısal bir kırılmadan ziyade sınırlı bir iyileşmeye işaret etmektedir. 2021'den bu yana piyasayı tanımlayan fiyat hiyerarşisi büyük ölçüde korunmaktadır: ABD fiyatları en yüksek seviyede yer alırken, Avrupa fiyatları bir alt bantta seyretmekte, Türkiye fiyatları Çin'e yakın ancak kalıcı olarak üzerinde kalmakta ve Çin fiyatları küresel fiyat aralığının alt sınırını oluşturmaya devam etmektedir.

Geçmişte Çin, Türkiye, Avrupa ve ABD HRC fiyatları birbirine oldukça yakın bir bantta ve yüksek korelasyonla hareket ediyordu. Döngünün güçlü olduğu dönemlerde dahi bölgeler arası fiyat farkı sınırlı kalıyordu. Ancak bu yapı 2023'ten itibaren belirgin şekilde bozuldu. ABD HRC fiyatları, Section 232 tarifelerinin yerli üreticileri ithalat rekabetine karşı korumasıyla diğer bölgelerden ayrılarak kalıcı bir primle işlem görmeye başladı. Avrupa fiyatları da Türkiye ve Çin'e kıyasla daha sınırlı ancak istikrarlı bir prim taşımaya devam ediyor; mevcut AB koruma mekanizması bu farkı yalnızca kısmen azaltabilmiş görünüyor. Çin tarafında ise fiyatlar yapısal olarak düşük seviyelere yerleşmiş durumda. Bu durum yalnızca üretim maliyetlerinin daha düşük olmasıyla açıklanamaz; devlet destekleri, Çinli üreticilerin sürdürülebilir karlılık seviyelerinin altında fiyatlamaya yapmasına rağmen faaliyetlerini sürdürmesine imkan tanıyor.

Türkiye HRC fiyatları zorlu bir rekabet baskısı altında kalmaktadır. Türkiye fiyatları Çin HRC fiyatlarının üzerinde seyretse de ABD benzeri güçlü bir tarife korumasından faydalanmamaktadır. Türk üreticiler açık ihracat pazarlarında Çin menşeli yarı mamul ve nihai ürünlerle rekabet etmeye devam ederken, Türkiye fiyatları üzerindeki taban büyük ölçüde Çinli üreticilerin kabul ettiği fiyat seviyeleriyle şekillenmektedir. Bu nedenle Çin-Türkiye fiyat makasının tamamen kapanmasından ziyade, yapısal olarak korunmasını bekliyoruz.

Bu koşullar altında, Erdemir'in dikey entegrasyonu ve verimlilik odaklı yatırımlarının karlılık açısından ana belirleyici unsur olmasını bekliyoruz. Çin kaynaklı düşük fiyat baskısı Erdemir'in fiyatlamaya gücünü sınırlarken, bu yatırımlar marjları korumada daha kritik hale gelmektedir.

Şirket, Bingöl-Avnik peletleme tesisi tamamlandığında 30USD/ton FAVÖK katkısı beklerken, biz 2028'den itibaren daha temkinli olarak 15-20USD/ton civarında bir katkıyı modelimizde kullanıyoruz.

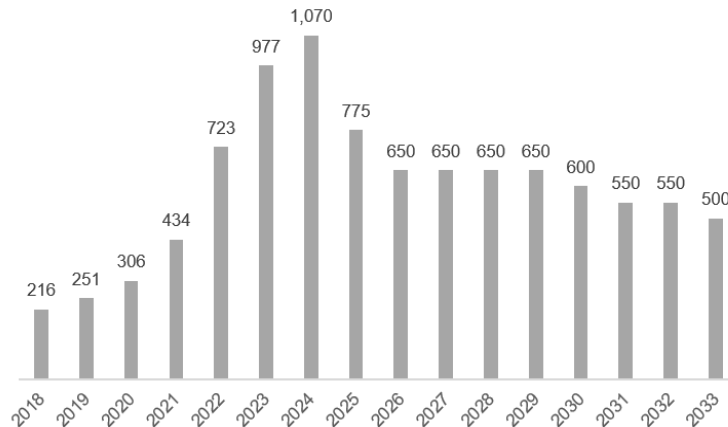
AB'nin 1 Temmuz 2026 itibarıyla sıkılaştırılacak kota rejimi ve özellikle melt-and-pour uygulaması, Çin menşeli ürünlerin dolaylı kanallarla Avrupa pazarına girişini sınırlandırarak Türkiye-Çin fiyat makasının daralmasına yardımcı olabilir. Buna rağmen, Çin fiyatlarının Türkiye fiyatlarına göre iskontolu seyrini yapısal bir unsur olarak değerlendiriyoruz. Bu nedenle Erdemir'in maliyet odaklı yatırımlarını, döngü boyunca marjları korumak açısından en güvenilir kaldıraç olarak görüyoruz.

Erdemir Yatırım Programı

Erdemir, 1. Yüksek Fırın'da hidrojen enjeksiyonunu başarıyla tamamlayarak bu teknolojiyi uygulayan üç Avrupalı çelik üreticisinden biri olmuş ve Türkiye'de bir ilke imza atmıştır. Şirket ayrıca yıllık 7bin ton biyokömür kapasiteli pilot piroliz tesisini devreye almıştır. Tesis, biyokütleden yakıt ve karbon kaynağı üreterek fosil yakıtlara kısmi ikame sağlamayı hedeflemekte olup hem emisyonların hem de üretim maliyetlerinin azaltılmasına katkı sunması beklenmektedir.

2025'te devreye alınan 4. Kok Bataryası, Erdemir'in kuruluşundan bu yana faaliyet gösteren 1. ve 2. Kok bataryalarının yerini almıştır. Yıllık 800bin ton kapasiteli yeni tesis; toz toplama filtrasyonu, yüksek otomasyon seviyesi ve iyileştirilmiş proses yapısıyla çevresel performansı ve kok kalitesini artırırken, ithal kok bağımlılığını azaltmayı hedeflemektedir.

Erdemir Yatırım Programı (USD mn)



Kaynak: Erdemir, Global Menkul Değerler



Şirketin önümüzdeki beş yıllık yatırım programını iki ana eksen üzerine kurgulamıştır: Bingöl-Avnik Peletleme Tesisi ve emisyon azaltımı. Bingöl-Avnik yatırımıyla hammadde tarafında dikey entegrasyonun güçlenmesini ve maliyet verimliliğinin artmasını; emisyon azaltımı kapsamında devreye alınacak Elektrik Ark Ocağı (EAO) yatırımıyla ise hem karbon yoğunluğunun azalmasını hem de toplam çelik üretim kapasitesinin 13,6mn ton seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, yatırım programının hammadde maliyetleri, enerji/karbon verimliliği ve döngü boyunca marj dayanıklılığı açısından destekleyici olmasını öngörüyoruz.

Bingöl-Avnik Peletleme Tesisi: dikey entegrasyon ve maliyet avantajı... Erdemir, pelet ihtiyacının büyük bölümünü yerli kaynaklardan karşılamak amacıyla Bingöl-Avnik'te 550mn USD tutarında peletleme tesisi yatırımı yapıyor. 2027 yıl sonu itibarıyla tamamlanması hedeflenen tesisin, 2028'den itibaren kademeli olarak devreye girmesi ve 2030 itibarıyla %80–85 kapasite kullanım seviyesine ulaşması beklenmektedir. Yatırım, grup şirketi Ermaden'in Bingöl-Avnik maden sahasında hayata geçirilecek.

Ermaden'in bölgede yürüttüğü rezerv arama ve geliştirme çalışmaları sonucunda yaklaşık 250–300mn ton magnetit demir cevheri tespit edilmiştir. Bu rezerv büyüklüğü, yıllık 3mn ton zenginleştirme ve pelet üretim kapasitesine sahip tesis yatırımı desteklemektedir. Rezerv ömrü boyunca tesisin 100mn tonun üzerinde kümülatif pelet üretimi gerçekleştirmesi hedeflenmektedir.

Yatırım tamamlandığında Erdemir'in demir cevheri ihtiyacının yurt içi kaynaklardan karşılanan payının mevcut %15–20 seviyesinden yaklaşık %40'a yükselmesi beklenmektedir. Pelet tarafında ise kendine yeterlilik oranının yaklaşık %25–30 seviyesinden %80–85 bandına çıkması öngörülmektedir. Ön fizibilite değerlendirmelerine göre yatırım tamamlandığında yıllık yaklaşık 200-250mn USD ilave karlılık katkısı öngörülmektedir.

Emisyon azaltımı: kapasite artışı ve düşük karbonlu üretim dönüşümü... Erdemir, 3,2mlr USD tutarındaki yatırım programı kapsamında, Kapsam 1 ve Kapsam 2 emisyonlarını 2030 yıl sonuna kadar %25, 2040'a kadar %40 azaltmayı ve 2050 itibarıyla net sıfır emisyonla ulaşmayı hedeflemektedir. Bu yatırımların, AB'nin karbon düzenleme mekanizmasını devreye almasıyla birlikte Erdemir'in ihracat rekabetçiliğini korumasına katkı sağlamasını bekliyoruz.

Emisyon azaltımı programının ana unsurları; Erdemir ve İsdemir'de Elektrik Ark Ocağı (EAO) yatırımları, enerji verimliliği projeleri, güneş enerjisi yatırımları, biyokütle yatırımları ve Doğrudan İndirgenmiş Demir (DRI) yatırımlarından oluşmaktadır. EAO yatırımları, Erdemir Grubu'nun ham çelik üretim kapasitesini program tamamlandığında 13,6mn ton seviyesine çıkaracaktır.

DRI yatırımları, şirketin Net Sıfır Emisyon Yol Haritası'nın temel yapı taşlarından biridir. Doğal gaz ve yeşil hidrojen kullanımıyla yeşil çelik üretimine geçişi destekleyen bu teknoloji, zaman içinde yüksek fırın bazı üretimine bağımlılığı azaltarak karbon emisyonlarının düşürülmesine katkı sağlayacaktır.

| Kapsam | Mevcut BOF kapasitesi | EAO yatırımı | EAO sonrası kapasite |
|---------------------|-----------------------|------------------|----------------------|
| Erdemir | 3.9mn ton | 1.4mn ton | 5.3mn ton |
| İsdemir | 5.8mn ton | 2.5mn ton | 8.3mn ton |
| Grup toplamı | 9.7mn ton | 3.9mn ton | 13.6mn ton |

Kaynak: Erdemir

Yatırım programı uzun vadeli değer yaratımını desteklese de kısa vadede serbest nakit akımı üzerinde baskı yaratacaktır. Erdemir'in yatırım programı uzun vadede maliyet verimliliği, dikey entegrasyon ve düşük karbonlu üretim dönüşümü açısından stratejik önem taşımaktadır. Bununla birlikte, yüksek yatırım yükünün ilk iki yılda serbest nakit akımı üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. 2026'da yatırım harcamalarının yaklaşık 600mn USD seviyesinde gerçekleşmesini, FY30'a kadar ise yıllık ortalama 600–650mn USD bandında seyretmesini öngörüyoruz.

Yüksek yatırım dönemine rağmen borçluluk yönetilebilir seviyededir. Net borç/FAVÖK oranı, 2024 yıl sonundaki 3,06x seviyesinden 1,43x seviyesine gerilemiştir. Yatırım programının uzun vadeli stratejik gerekçesini güçlü buluyoruz; ancak 2026'da yüksek yatırım harcamalarının operasyonel nakit akımını aşması nedeniyle serbest nakit akımının negatif kalmasını bekliyoruz. **Buna karşın, Erdemir'in yatırım temposunu FAVÖK üretimine göre ayarlayabilecek esnekliğe sahip olduğunu düşünüyoruz.**

Altın Rezervi—Değerlemeye katmıyoruz

Erdemir'in Grup şirketi Ermaden'in Sivas'ta keşfettiği ve 424bin ons mümkün rezerv içeren altın sahasını, rezervin işletilebilir niteliği ve yatırım kararı henüz netleşmediği için mevcut değerlememize dahil etmiyoruz. UMREK uyumlu rezerv raporunu en erken 3Ç26'da açıklanması beklenirken, devam eden sondaj çalışmaları rezervin işletilebilir niteliğinin netleşmesini hedeflemektedir. Olumlu bir rezerv raporu ve bunu takip edecek nihai yatırım kararı, hisse için potansiyel katalist olarak izlenebilir.

Mevcut 424bin ons mümkün rezervin sırasıyla %100 / %75 / %50 oranında işletilebilir rezerve dönüşmesi, %75 kazanım oranı ve madencilik sektörü medyanı olan 1.000USD/ons EV/rezerv çarpanı varsayımı altında hedef fiyatımıza yaklaşık %7 / %5 / %3 yukarı yönlü katkı sağlayabilir. Bu senaryolar, mevcut değerlememizde yer almayan sınırlı bir opsiyonel değere işaret etmektedir.

Bununla birlikte, lisans sahasında ek rezerv keşifleri potansiyeli daha anlamlı hale getirebilir. Şu ana kadar sondaj çalışmalarının lisans alanının yalnızca yaklaşık %0,8'ini kapsaması, 5.804 hektarlık toplam alanın sadece 45 hektarında çalışma yapılmış olması nedeniyle ilave arama potansiyelinin devam ettiğini göstermektedir.

Ön hesaplamalarımıza göre, altın fiyatının ortalama 3.200USD/ons seviyesinde gerçekleştiği baz senaryoda proje yıllık yaklaşık 75mn USD FAVÖK yaratabilir ve toplam değer yaklaşık 353mn USD seviyesine ulaşabilir. Ancak nihai değerlendirme; yıllık üretim hacmi, kazanım oranı, işletilebilir rezerv miktarı, yatırım ihtiyacı ve ortalama altın fiyatı varsayımlarına oldukça duyarlı olacaktır.

Bu nedenle Erdemir'in bağlı ortaklığı Ermaden'in Sivas-Alacahan sahasındaki 424bin ons'luk mümkün altın kaynağı keşfini, Erdemir için kısa vadeli bir finansal katkıdan ziyade uzun vadeli opsiyonel değer unsuru olarak konumlandırıyoruz. Proje, madencilik tarafında çeşitlenme stratejisiyle uyumlu olmakla birlikte, rezerv kalitesi, yatırım ihtiyacı ve uygulama takvimi netleşmeden mevcut değerlememize dahil etmeyi erken buluyoruz.

Katalistler

Bingöl-Avnik pelet tesisinin beklenenden hızlı devreye girmesi. Yatırımın hammadde tarafında kendine yeterliliği, enerji verimliliğini ve maliyet rekabetçiliğini artırmasını bekliyoruz. Beklenenden hızlı ramp-up, marj toparlanmasını öne çekebilir.

Sivas altın sahasına ilişkin rezerv raporu. UMREK uyumlu rezerv raporunun yayımlanması ve bunu takip edecek olası nihai yatırım kararı, mevcut değerlememize dahil etmediğimiz yukarı yönlü opsiyonel değeri görünür hale getirebilir.

HRC fiyat-maliyet makasında toparlanma. Küresel HRC fiyatlarında kalıcı iyileşme ve/veya hammadde maliyetlerinde gerileme, Erdemir'in marj toparlanmasını destekleyebilir.

Yurt içi talepte güçlenme. Türkiye'de inşaat, otomotiv, beyaz eşya ve makine sektörlerinde talebin toparlanması, yurt içi satış hacimlerini ve fiyatlamayı destekleyebilir.

Ticaret koruma önlemlerinin sıkı uygulanması. AB koruma önlemleri, melt-and-pour uygulaması ve daha sıkı kota mekanizmalarının etkin uygulanması, Çin menşeli ürünlerin dolaylı kanallarla Avrupa pazarına girişini sınırlayarak bölgesel üreticiler için fiyatlama ortamını iyileştirebilir.

Enerji ve girdi maliyetlerinde gevşeme. Enerji, koklaşabilir kömür veya demir cevheri fiyatlarında gerileme, özellikle HRC fiyatlarının dirençli kaldığı bir senaryoda FAVÖK marjlarını destekleyebilir.

Riskler

Çin kaynaklı kapasite fazlası. Çin'deki kapasite fazlası ve zayıf iç talep nedeniyle küresel HRC fiyatlarının baskı altında kalması, Erdemir'in fiyatlama gücünü ve marjlarını olumsuz etkileyebilir.

Küresel resesyon riski. Küresel sanayi aktivitesinde yavaşlama, çelik talebini ve fiyatları baskılayabilir; bu durum yüksek hammadde maliyetleriyle aynı döneme denk gelirse marjlar üzerinde ilave baskı yaratabilir.

Türkiye makro riski. Türkiye'nin makroekonomik ve finansal görünümünde bozulma, fonlama maliyetlerini artırabilir ve ülke tavan notunda aşağı yönlü revizyon riskini gündeme getirebilir.

Yatırım uygulama riski. Yatırım programında gecikme, maliyet aşımı veya beklenenden düşük verimlilik kazanımları, serbest nakit akımı yaratımını zayıflatabilir.

Likidite ve refinansman riski. Likidite koşullarında bozulma veya refinansman imkanlarının sıkılaşması, Erdemir'in operasyonlarını, yatırım harcamalarını ve kısa vadeli borç vadelerini finanse etme kapasitesini baskılayabilir.

Ticaret ve pazar erişimi riski. Üretim kısıtlamaları, ihracat engelleri, tarifeler, CBAM kaynaklı maliyetler veya ana pazarlarda ithalat kurallarının sıkılaşması, ihracat olanaklarını sınırlayabilir.

Koruma önlemlerinin uygulama riski. AB koruma önlemleri, melt-and-pour veya anti-circumvention uygulamalarının beklenenden zayıf ya da gecikmeli uygulanması, ithalat baskısının devam etmesine yol açabilir.

Kur riski. TL'de beklenenden yavaş değer kaybı, ihracat rekabetçiliğini azaltabilir ve ithal ürünlere karşı yurt içi fiyatlamaya üzerinde baskı yaratabilir.

Rekabetin yoğunlaşması. Yurt içi ve ihracat pazarlarında rekabetin artması, Erdemir'in maliyet artışlarını fiyatlara yansıtma kabiliyetini sınırlayabilir.

Sivas altın projesinde gecikme. UMREK uyumlu rezerv raporunda gecikme, beklenenden zayıf rezerv sonucu veya nihai yatırım kararının ötelenmesi, Sivas altın keşfinden kaynaklanabilecek opsiyonel değeri sınırlayabilir.

Piyasa Beklentileriyle Karşılaştırma

Erdemir'e ilişkin 2026 net satış ve FAVÖK tahminlerimiz Bloomberg konsensüsün sırasıyla %3 ve %2 altında kalırken, 2027 tahminlerimiz konsensüsün sırasıyla %5 ve %13 üzerinde yer almaktadır. Bu fark, çelik marjlarında kademeli toparlanma ve 2027'den itibaren daha güçlü bir operasyonel görünüm beklentimizi yansıtmaktadır.

Operasyonel tahminlerimiz ilk 2 yıl konsensüse yakın seyretmesine rağmen, 55,7TL/pay hedef fiyatımız Bloomberg konsensüs hedef fiyatı olan 39,86TL/pay seviyesine göre %40 prim taşımaktadır. Bu farkın temel olarak, normalleşmiş marjları, Erdemir'in modernizasyon ve hammadde yatırımlarının uzun vadeli stratejik değerini ve yüksek yatırım döngüsüne rağmen yönetilebilir borçluluk profilini daha kapsamlı şekilde yansıtan İNA çerçevemizden kaynaklandığını düşünüyoruz.

FAVÖK marjının 2026T'de %13,2'den 2027T'de %18,1'e yükselmesini bekliyoruz; bu seviye her iki yılda da Bloomberg konsensüsünün hafif üzerindedir. Devam eden yatırım döngüsü kısa vadede serbest nakit akımı yaratımını sınırlasa da, piyasanın kapasite modernizasyonu, maliyet optimizasyonu ve hammadde entegrasyonunun Erdemir'in orta vadeli normalleşmiş karlılık gücüne katkısını yeterince fiyatlamadığını düşünüyoruz.

| Erdemir (TLmn) | Bloomberg | | Global Menkul Değerler | | Fark | |
|--------------------|--------------|---------|------------------------|---------|------------|----------|
| | 2026T | 2027T | 2026T | 2027T | 2026T | 2027T |
| Net Satış | 272,721 | 313,758 | 263,507 | 329,454 | -3% | 5% |
| FAVÖK | 35,503 | 52,489 | 34,799 | 59,557 | -2% | 13% |
| Net Kar | 8,679 | 18,723 | 9,004 | 20,314 | 4% | 8% |
| FAVÖK Marjı | 13.0% | 16.7% | 13.2% | 18.1% | 0.2 puan | 1.3 puan |
| Net Kar Marjı | 3.2% | 6.0% | 3.4% | 6.2% | 0.2 puan | 0.2 puan |
| Hedef Fiyat | 39.86 | | 55.70 | | 40% | |

Kaynak: Bloomberg, GMD

2Ç26 Beklentilerimiz

Erdemir'in 2Ç26 finansallarını Ağustos başında açıklamasını bekliyoruz. 2Ç26'da toplam üretimin bayram tatili sebebiyle 1,9mn ton seviyesinde yatay kalacağını tahmin ediyoruz. Satış gelirlerini 1,39mlr ABD, ton başına FAVÖK'ü 73USD/ton ve toplam FAVÖK'ü 145mn USD olarak hesaplıyoruz. Bu da yaklaşık %10,5 FAVÖK marjına işaret etmektedir.

Çeyrek boyunca bayram tatiline rağmen güçlü kapasite kullanımının devam ettiğini ve HRC fiyatlarında sınırlı iyileşme görüldüğünü varsayıyoruz. Bu çerçevede, 2Ç26 sonuçlarında operasyonel tarafta sınırlı bir toparlanma bekliyoruz.

Erdemir 2Ç26 Beklentilerimiz (Ağustos ilk hafta)

| Erdemir | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 | 2Ç26E | 2Ç26/2Ç25 | 2Ç26/1Ç26 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| Net Satış | 1,480 | 1,071 | 1,302 | 1,446 | 1,369 | 1,380 | %29 | %1 |
| FAVÖK | 114 | 107 | 116 | 177 | 134 | 145 | %36 | %9 |
| FAVÖK Marjı | 7.7% | 10.0% | 8.9% | 12.2% | 9.8% | 10.5% | 0.7pp | 0.5pp |
| Net Kar | 12 | 34 | 16 | -44 | 9 | 14 | -%59 | %59 |

Kaynak: Erdemir, GMD

Değerleme

Erdemir için 12 aylık hedef fiyatımız olan 55,70TL/hisse, %32 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatımızı %70 İNA ve %30 çarpan analizi ağırlıklı değerlendirme yaklaşımıyla hesaplıyoruz.

Erdemir'in 2026T FD/FAVÖK çarpanını 9,4x, 2027T FD/FAVÖK çarpanını ise 5,5x olarak hesaplıyoruz. Bu seviyeler, sırasıyla 13,0x ve 10,0x ile işlem gören benzer şirketler grubuna göre %28 ve %45 iskonto anlamına gelmektedir. Göreceli değerlendirme tarafında FD/FAVÖK çarpanını esas alıyoruz; zira Erdemir'in net karı 2026'da ertelenmiş vergi giderleri nedeniyle baskılanmakta olup, bu etkinin 2027'de de devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle kar bazlı çarpanların şirketin operasyonel performansını daha sınırlı yansıttığını düşünüyoruz.

Güçlü nakit yaratma kapasitesine sahip iş modelinin devam etmesini, 2027'den itibaren ise sürdürülebilir karlılık ve cazip temettü veriminin öne çıkmasını bekliyoruz. Erdemir'in, 2026–2037 döneminde operasyonel modelinin gücü sayesinde piyasadaki öne çıkan yatırım hikayelerinden biri olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Değerleme Özeti

| 28-06-26 | | | |
|-----------------------------|--------|----------|--------------|
| Değerleme Methodu | Değer | Ağırlığı | Değer |
| İNA | 5,437 | 70% | 3,806 |
| Çarpan Analizi | 10,831 | 30% | 3,249 |
| EREGL Piyasa Değeri | | | 7,055 |
| Mevcut Piyasa Değeri | | | 6,350 |
| Hedef Fiyat (TL) | | | 55.70 |
| Hisse Kapanış Fiyatı (TL) | | | 42.12 |
| Potansiyel Getiri % (TL) | | | 32% |

Kaynak: Erdemir, Global Menkul Değerler

- AOSM: %9,2–%9,6. Varsayımımız; %7,0 USD risksiz faiz oranı, %5,5 hisse senedi risk primi ve 1,0x beta üzerine kuruludur.
- Terminal büyüme: USD bazında %2,0. Bu oranı Türkiye'nin uzun vadeli GSYH büyüme beklentisinin altında ve temkinli bir seviyede belirliyoruz.
- Değerleme ufku: 2026–2035.
- Kapasite kullanımı: Değerleme dönemi boyunca %85'in üzerinde sürdürülebilir kapasite kullanımı varsayıyoruz.
- Ton başına FAVÖK: 2026'da 89USD/ton seviyesinden 2027'de 124USD/ton'a, verimlilik yatırımlarının katkısının daha belirgin hale gelmesiyle 2031'de 171USD/ton'a yükselmesini bekliyoruz. Sonrasında, yatırımların olgunlaşmasıyla 2032–2035 döneminde bir normalleşme öngörüyoruz.
- Yatırım harcamaları: Erdemir'in Sıfır Karbon stratejisiyle uyumlu olarak, 2026–2030 döneminde toplam 3,2bn USD yatırım harcaması varsayıyoruz. Yüksek yatırım yükünün 2026–2027 döneminde serbest nakit akımını sınırlı veya negatif bölgede tutmasını, yatırım döngüsünün tamamlanmasıyla nakit yaratımının normalleşmesini bekliyoruz.
- Sürdürülebilir FAVÖK üretimi: Değerleme dönemi boyunca yaklaşık 1,36bn USD sürdürülebilir FAVÖK üretimi varsayıyoruz.

Benzer Şirket Karşılaştırması

| Şirket İsmi | Ülke | P. Değeri (USD mn) | F/K 2026* | F/K 2027* | FD/FAVÖK 2026 | FD/FAVÖK 2027 | FD/SATIŞ 2026 | FD/SATIŞ 2027 |
|-----------------------------------|------------|-----------------------|-------------|-------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ArcelorMittal SA | LUKSEMBURG | 47,594 | 7.0 | 5.8 | 13.0 | 9.1 | 0.9 | 0.8 |
| POSCO Holdings Inc | G. KORE | 16,898 | 6.4 | 5.6 | 13.5 | 10.8 | 0.7 | 0.7 |
| Tata Steel Ltd | HINDISTAN | 25,097 | 9.4 | 7.2 | 20.4 | 12.7 | 1.4 | 1.2 |
| Nippon Steel Corp | JAPONYA | 18,186 | 9.5 | 6.6 | - | 9.1 | 0.8 | 0.7 |
| China Steel Corp | TAYVAN | 9,585 | 13.4 | 10.9 | n.m. | n.m. | 1.7 | 1.7 |
| Baoshan Iron & Steel Co Ltd | ÇİN | 18,131 | 4.9 | 4.5 | 10.5 | 9.2 | 0.5 | 0.5 |
| Thyssenkrupp AG | ALMANYA | 7,345 | 3.6 | 2.7 | n.m. | 10.0 | 0.2 | 0.1 |
| Voestalpine AG | AVUSTURYA | 8,746 | 6.3 | 5.2 | 19.6 | 11.5 | 0.6 | 0.6 |
| SSAB AB | İSVEÇ | 9,510 | 6.1 | 5.3 | 12.6 | 10.7 | 0.8 | 0.8 |
| Acerinox SA | İSPANYA | 4,572 | 9.0 | 7.0 | 17.9 | 11.2 | 0.8 | 0.7 |
| Xinxing Ductile Iron Pipes Co Ltd | ÇİN | 2,310 | 8.3 | 6.5 | 14.9 | 9.8 | 0.7 | 0.7 |
| Salzgitter AG | ALMANYA | 3,341 | 5.5 | 4.4 | 10.6 | 7.3 | 0.4 | 0.4 |
| EL Ezz Aldekhela Steel Alexandria | MISIR | 489 | 3.9 | 2.7 | 3.8 | 3.5 | 0.4 | 0.3 |
| Medyan | | | 6.4 | 5.5 | 13.0 | 10.0 | 0.7 | 0.7 |
| EREGL Çarpanları | | 6,026 | 32.7 | 14.5 | 9.4 | 5.5 | 1.0 | 1.0 |
| İskonto /Prim | | | a.d. | a.d. | -28% | -45% | 43% | 41% |

*F/K çarpanı değerlendirme için kullanılmamıştır.



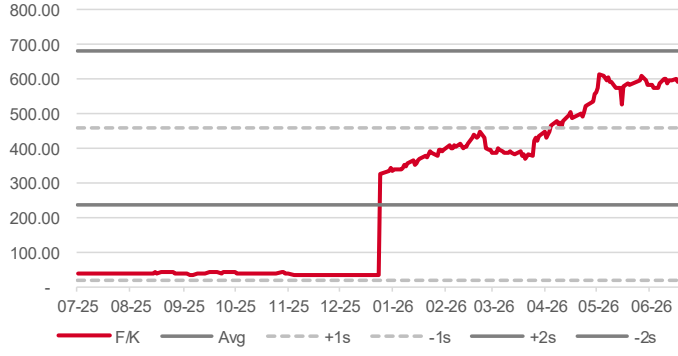
Erdemir Nakit Akım Tablosu (USD mn)

| USD mn | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenues | 5,525 | 5,930 | 6,113 | 6,280 | 6,456 | 7,067 | 7,447 | 7,872 | 8,215 | 8,545 |
| <i>Growth</i> | 4% | 7% | 3% | 3% | 3% | 9% | 5% | 6% | 4% | 4% |
| Operating Profit | 417 | 752 | 863 | 956 | 1,044 | 1,218 | 1,318 | 1,241 | 1,275 | 1,363 |
| Taxes | -104 | -94 | -108 | -119 | -130 | -152 | -165 | -155 | -159 | -170 |
| Depreciation | 313 | 320 | 309 | 300 | 292 | 286 | 281 | 266 | 245 | 229 |
| Change in WCR | -339 | -284 | -198 | -175 | -117 | -101 | -51 | -59 | -62 | -64 |
| Capex | -600 | -650 | -650 | -650 | -600 | -600 | -550 | -450 | -400 | -400 |
| Free Cash Flow | -314 | 44 | 217 | 311 | 489 | 701 | 833 | 842 | 899 | 957 |
| EBITDA | 730 | 1,072 | 1,172 | 1,255 | 1,336 | 1,504 | 1,600 | 1,506 | 1,520 | 1,592 |
| <i>EBITDA Margin</i> | 13% | 18% | 19% | 20% | 21% | 21% | 21% | 19% | 19% | 19% |
| Risk free rate | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| Market Risk Premium | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| Weight of Equity | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Cost of Equity | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| Cost of Debt | 4.9% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% |
| WACC | 9.1% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% |

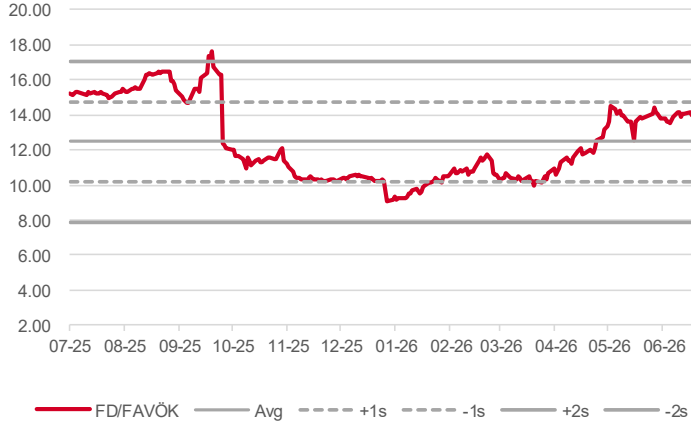
| | |
|------------------------------|--------------|
| Nihai Büyüme Oranı % | 2.5% |
| İNA Bugünkü Değer | 3,465 |
| Nihai Değerin Bugünkü Değeri | 2,681 |
| Net borç (1Ç26 sonu) | -709 |
| Firma Değeri Value | 5,437 |

Çarpanlar

EREGL 12-Aylık F/K



EREGL 12-Aylık FD/FAVÖK



Kaynak: GMD, MATRIKS

Hisse Performansı



Kaynak: GMD, MATRIKS

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global 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 genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

© 2026 Global Menkul Değerler A.Ş

