

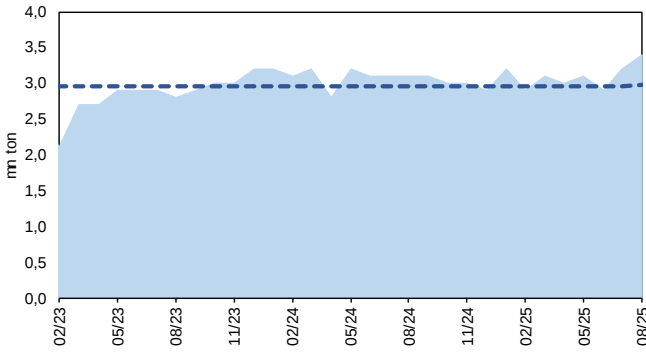
Sektörel Değerlendirme Demir Çelik



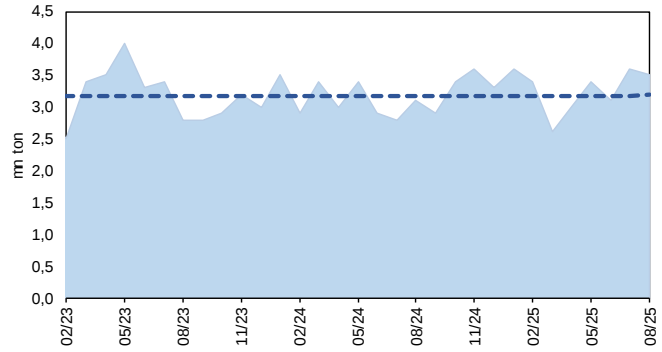
Türkiye Demir Çelik Sektörü

- ✓ Türkiye Çelik Üreticileri Derneği'nin (TÇÜD) 2025 yılı Ağustos ayına ilişkin açıkladığı istatistiklere göre Türkiye'nin ham çelik üretimi, geçen yılın aynı ayına göre %7,9 artışla 3,4 milyon tona, nihai mamul tüketimi %12,5 artışla 3,5 milyon ton seviyesine yükseldi.
- ✓ Ocak-Ağustos dönemine baktığımızda ham çelik üretimi 24,9 milyon ton ile yıllık bazda %0,2 artış gösterdi. Nihai mamul tüketimi %3,2 artış ile 25,7 milyon tona ulaştı.
- ✓ Dış ticaret bazında bakıldığında; çelik ürünleri ihracatı %6,8 artışla 1,2 milyon ton, ithalatı %18,6 artışla 1,6 milyon tona ulaştı. Yılın sekiz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre ihracat miktar yönünden %12,8 artışla 10 milyon ton, değer yönünden ise %4,4 artışla, 6,8 milyar dolara yükseldi. Çelik ürünleri ithalatı ise yıllık bazda miktar yönünden %17,9 artışla 12,6 milyon ton, değer yönünden %3,6 artışla 8,8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.
- ✓ Ağustos ayında çelik üretiminin 3,4 milyon ton ile yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşmesi ve tüketim tarafında yıllık bazdaki %12,5 artışı olumlu karşılıyoruz. Öte yandan ithal edilen ürünlerdeki artışı göz önüne aldığımızda, bunun yerli üreticilerin karlılığını ciddi ölçüde baskıladığını düşünüyoruz. Eylül ayı içerisinde Ticaret Bakanlığı tarafından Dahilde İşleme Rejimi'ne yönelik yeni bir düzenleme yapıldı. Buna göre Dahilde İşleme İzin Belgesi süreleri kısaltılırken, ihracatta kullanılacak ürünlerin üretiminde en az %25 oranında yurt içi tedarik şartı getirildi. Bu adımı olumlu karşılamakla birlikte, sektörde ithalatı sınırlayıcı çok yönlü tedbirlerin ele alınmasına yönelik bir beklenti mevcut bulunuyor. Son çeyrekte hükümet tarafında buna yönelik bir adımın atılıp atılmayacağı sektör açısından kritik olacak. Son olarak 7 Ekim'de Avrupa Komisyonu tarafından kotalar 18,3 milyon tona düşürülürken, kota dışı vergi oranları %50'ye yükseltildi. Türk üreticilerin ana pazarı olması bakımından, atılan adımın çelik ihracatımız üzerinde baskı yaratacağını ve olumsuz etkileyebileceğini belirtebiliriz. Ayrıca Çin'in iç piyasadaki zayıf seyrini nedeniyle, çelik ihracatına yoğunlaşmış olduğunu biliyoruz. Avrupa tarafından alınan tedbirler sonrası, Çin'in ihraç edeceği çeliği Avrupa tarafına yönlendirememesi ve pazar arayışına girecek olması Türkiye için bir risk unsuru oluşturuyor. Benzer şekilde diğer ülke üreticileri için de Türkiye alternatif pazar haline geliyor. Bu durumda iç piyasada fiyatlar ve karlılığın baskı altında kalabileceğini ve rekabetin artacağını düşünüyoruz. Öte yandan, Türkiye'nin yakın coğrafya ve kalite avantajı ise sektöre kolaylık sağlayabilir.
- ✓ Erdemir'in 2024'te toplam satış tonajı içerisinde yurt dışının payı %19 seviyesinde gerçekleşmişti. Bu yılın ilk yarısında ise bu pay %25 seviyesinde gerçekleşti. Avrupa pazarı da yurt dışı pay içerisinde çoğunluğu oluşturuyor. Toplam satışlar içerisinde ise yaklaşık %10'luk bir paydan bahsedebiliriz. Bu açıdan alınan kararın uzun vadeli etkisinin negatif olabileceğini, toplam satış hacmi içerisinde yurt dışı payının 2015-2023 yılları arasındaki %15'lik tarihsel ortalamasına yaklaşabileceğini düşünüyoruz. Bu yüzden önümüzdeki dönemde olası bir pazar kaybının çoğunluğu yurt içi olmak üzere diğer bölgelere yönlendirilmesini bekliyoruz. Kardemir ise ağırlıklı olarak yurt içi piyasaya çalışmasından ötürü bu karardan daha sınırlı etkilenebilir. Öte yandan, katma değerli ürün portföyünün sınırlı olması, rekabet açısından bir risk unsuru. Piyasada artan rekabet ve fiyat savaşları dolaylı olarak şirketleri baskı altında tutabilir. Bu yüzden, Türkiye'nin ithal çeliğe karşı bir önlem alıp almayacağı önümüzdeki dönemin en önemli gelişmeleri arasında yer alacak.

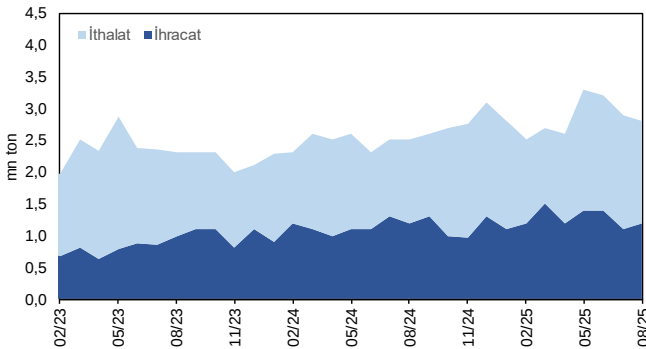
Ham Çelik Üretimi



Nihai Mamul Tüketimi



Dış Ticaret



Hisse Kodu	EREGL	KRDMD
Cari Fiyat (TL)	27,86	26,48
Tavsiye	TUT	AL
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	32,56	35,40
52H En Yüksek (TL)	32,7	34,1
52H En Düşük (TL)	19,9	21,2
Piyasa Değeri (mn TL)	195.020	20.660
Piyasa Değeri (mn USD)	4.683	496
Halka Açıklık Oranı (%)	48,0%	89,0%
Endeks Payı (BIST100)	2,9%	0,6%
3A Hacim (mn TL)	5.185	1.639
Relatif Performans (%)		
S1A	5,7	0,6
YBB	5,7	-10,4

Kaynak: TÇÜD, Finnet, HLY Araştırma

Analist: Kerem Demirtaş
KDemirtas@halkyatirim.com.tr
İstanbul: +902165478745

Sektörel Görünüm

Ham çelik üretiminde sınırlı toparlanma

Worldsteel verilerine göre ham çelik üretimi Ağustos'ta bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %0,3 artışla 145,3 mt (milyon ton) seviyesinde gerçekleşti. Orta Doğu'da üretim yıllık %21,5 artışla 3,8 mt'ye yükselirken, Güney Amerika'da %5,0 düşüşle 3,6 mt seviyesine geriledi. Toplam çelik üretiminde Asya ve Okyanusya bölgesinin payı yıllık 0,4 puan artışla %74,1'e, Kuzey Amerika'nın 0,1 puan artışla %6,3'e yükseldi. Her iki bölgede yıllık üretim artışı ise sırasıyla %0,4 ve %1,6 artış kaydetti. Ocak-Ağustos döneminde toplam ham çelik üretimi bir önceki senenin aynı dönemine göre %1,7 düşüşle 1.231 mt'ye geriledi. Asya ve Okyanusya bölgesi aynı dönemde %1,5 düşüş kaydetti.

Ülke bazında incelendiğinde; Çin'de üretim düşüşü devam ederken, Türkiye ilk onda 7. sırada yer aldı. Çin'in ham çelik üretimi Ağustos'ta yıllık bazda %0,7 düşüşle 77,4 mt, Türkiye'nin ise %7,9 artışla 3,4 mt seviyesinde gerçekleşti. En yüksek yıllık artış %17,9 ile İran'da gerçekleşirken, Almanya %10,5 ile en hızlı daralan ülke oldu. Ocak-Ağustos döneminde Çin'in ham çelik üretimi bir önceki senenin aynı dönemine göre %2,8 düşüşle 671,8 mt'ye geriledi. Türkiye ise aynı dönemde %0,2 ile sınırlı artış kaydetti.

7 Ekim'de AB Komisyonu tarafından çelik sektörünü korumak amacıyla birtakım adımlar atıldı. Küresel aşırı kapasiteye karşı alınan önlemler doğrultusunda ülkelere uygulanan toplam kota 18,3 milyon tona düşürüldü. Kota dışı vergi oranları ise %25'ten %50'ye yükseltildi. Tedbirlerin, Avrupa Parlamentosu ve üye ülkelerin onayının ardından yürürlüğe girmesi bekleniyor. Bu karar sonrası, AB'li çelik üreticilerinin kapasite kullanım oranlarını %67'den %80'lere çıkarması hedefleniyor. Henüz ülkeler bazında kotalar belli değilken, mevcut kotaların 30 Haziran 2026'ya kadar yürürlükte olması bekleniyor.

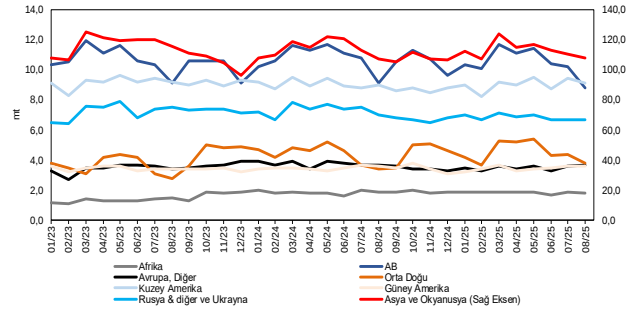
HRC fiyatları aylık bazda karışık seyir izledi

Ağustos'ta Türkiye'de fabrika çıkışlı HRC (sıcak haddelenmiş çelik) fiyatları aylık %1,8 artış, yıllık %3,4 düşüş; Çin'de aylık %0,4 düşüş, yıllık %5,9 artış; Kuzey Avrupa'da aylık %4,3 artış, yıllık %1,0 düşüş; Kuzey Amerika'da aylık %2,8 düşüş, yıllık %23,9 artış kaydetti.

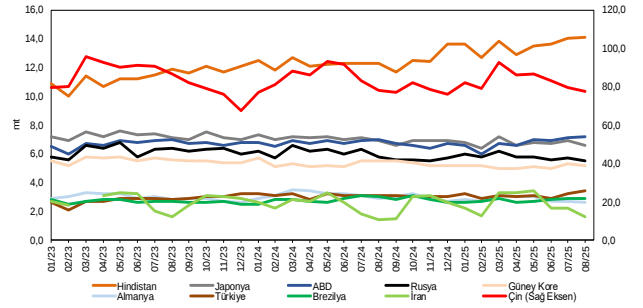
Demir cevheri ve kömür fiyatlarında artış

Ağustos'ta demir cevheri fiyatları aylık %2,7, yıllık bazda %3,2 artış; hurda fiyatları aylık %0,9, yıllık %5,6 düşüş; kömür fiyatları aylık %5,6 artış, yıllık %9,2 düşüş kaydetti.

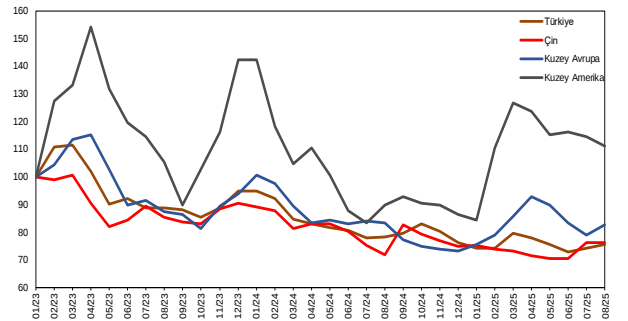
Bölgelere Göre Ham Çelik Üretimi



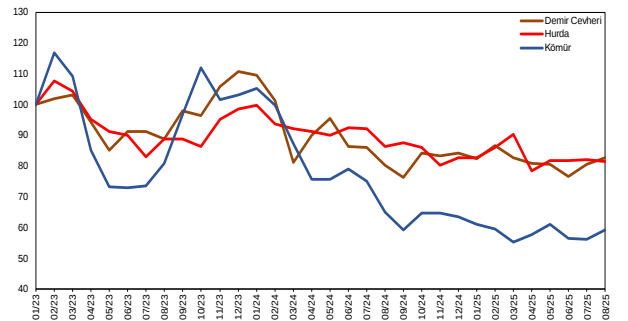
Ülkelere Göre Ham Çelik Üretimi



HRC Fiyatları (2023= 100)



Hammadde Fiyatları (2023= 100)



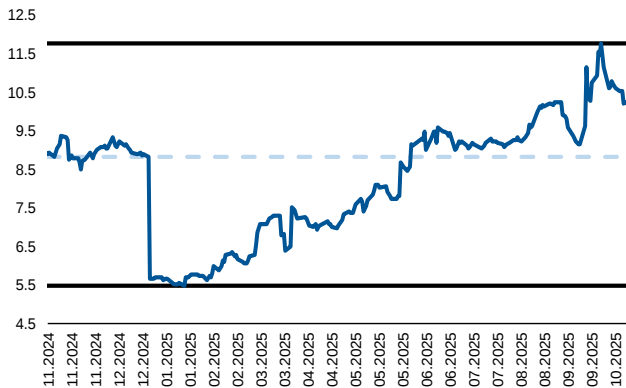
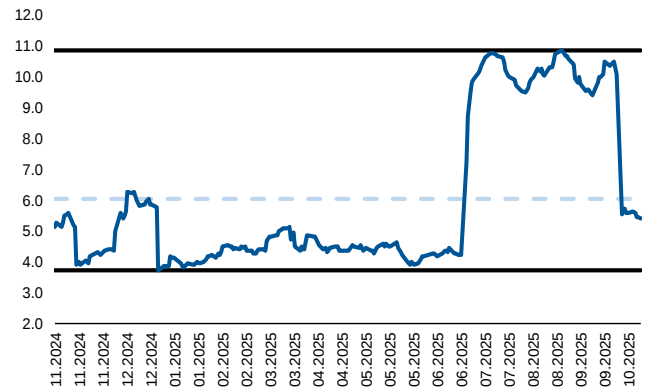
Kaynak: Worldsteel, Bloomberg, HLY Araştırma

Tablo 1: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD m n)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
AVRUPA						
ArcelorMittal	Lüksemburg	31,989	6.3	5.2	9.0	8.0
Salzgitter AG	Almanya	2,193	8.2	4.0	---	9.1
Voestalpine AG	Avusturya	6,685	5.7	5.1	20.5	14.9
Thyssenkrupp	Almanya	9,295	4.0	3.1	42.3	15.0
Aperam	Lüksemburg	2,669	8.7	6.0	30.7	10.3
AMERİKA						
Nucor	ABD	30,677	8.5	7.0	17.1	12.4
Steel Dynamics	ABD	20,790	10.4	7.7	16.3	11.0
Usiminas	Brezilya	977	4.4	4.3	12.1	11.1
Ternium	Lüksemburg	7,059	6.1	4.6	10.7	8.0
ASYA						
POSCO	Güney Kore	15,716	5.8	4.9	17.0	11.0
Steel Authority of India	Hindistan	6,151	9.7	7.3	29.0	13.7
BlueScope Steel Ltd	Avustralya	5,969	6.7	5.1	19.9	12.2
Nippon Steel& Sum	Japonya	21,209	8.1	8.3	1.9	30.1
Baoshan Iron& Steel	Çin	21,625	5.9	5.5	14.9	13.2
China Steel Corp	Tayvan	9,780	15.6	12.9	441.9	43.4
Tata Steel	Hindistan	24,459	12.2	8.4	57.3	17.3
Erdemir		4,663	12.1	8.6	37.3	15.9
Kardemir		740	2.9	2.4	19.0	6.8
Medyan			7.4	5.4	17.1	12.3
Prim/İskonto (Erdemir)			64%	59%	119%	29%
Prim/İskonto (Kardemir)			-60%	-56%	12%	-45%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Erdemir'i küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 12,1x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %64, 8,6x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre de %59 primli işlem görmektedir. Kardemir tarafında ise 2,9x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %60, 2,4x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre de %56 iskonto sunmaktadır.

Grafik 1: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK (Erdemir)

Grafik 2: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK (Kardemir)


Kaynak: Bloomberg

KÜNYE

Halk Yatırım Araştırma

İlknur TURHAN

Müdür

*Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento,
GYO, Mobilya, Giyim*

ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

*Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma,
Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım,
Mühendislik - Taahhüt*

ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 30

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Havacılık, Demir – Çelik, Enerji

KDemirtas@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 45

Görkem Alper ÖREN

Uzman Yardımcısı

Piyasalar ve Strateji

GOren@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 56

İsmail Oğuz Palut

Uzman Yardımcısı

Piyasalar ve Strateji

IPalut@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 70



ÇEKİNCE

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermeyiştir. Bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.