

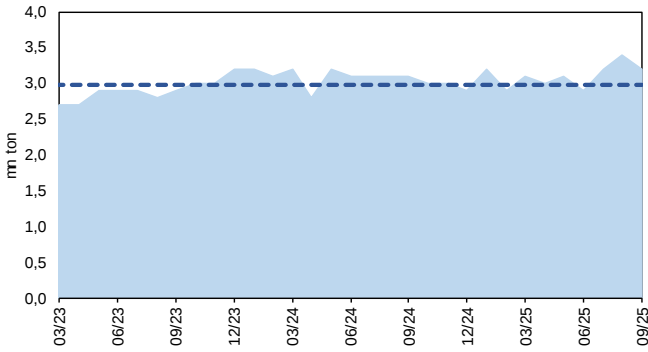
Sektörel Değerlendirme Demir Çelik



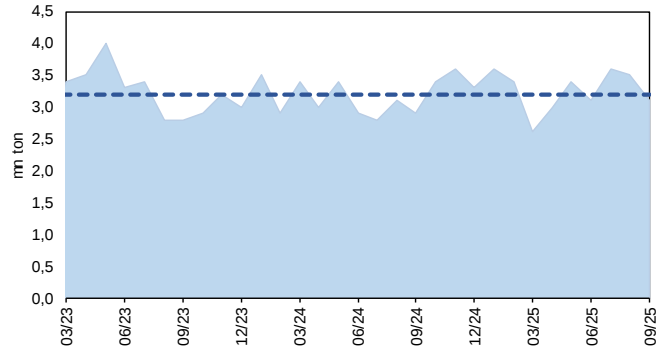
Türkiye Demir Çelik Sektörü

- ✓ Türkiye Çelik Üreticileri Derneği'nin (TÇÜD) 2025 yılı Eylül ayına ilişkin açıkladığı istatistiklere göre Türkiye'nin ham çelik üretimi, geçen yılın aynı ayına göre %7,2 artışla 3,2 milyon tona, nihai mamul tüketimi %9,6 artışla, 3,1 milyon ton seviyesine yükseldi.
- ✓ Ocak-Eylül dönemine baktığımızda ham çelik üretimi 28,1 milyon ton ile yıllık bazda %1 artış gösterdi. Nihai mamul tüketimi %3,9 artış ile 28,9 milyon tona ulaştı.
- ✓ Dış ticaret bazında bakıldığında; çelik ürünleri ihracatı %7,6 artışla 1,4 milyon ton, ithalatı %12,1 artışla 1,5 milyon tona ulaştı. Yılın dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre ihracat miktar yönünden %12,1 artışla 11,4 milyon ton, değer yönünden ise %3,8 artışla 7,7 milyar dolara yükseldi. Çelik ürünleri ithalatı ise yıllık bazda miktar yönünden %17,2 artışla 14,2 milyon ton, değer yönünden %3,6 artışla 9,9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.
- ✓ Talepteki dirençli görünümüne karşın ithal edilen ürünlerdeki artışın sürüyor olması iç piyasada karlılığı baskı altında tutuyor. Öyle ki, çelik fiyatlarındaki zayıflama üçüncü çeyrekte de devam etti. Sektörde ithalatı sınırlayıcı çok yönlü tedbirlerin ele alınmasına yönelik bir beklenti mevcut. Son çeyrekte hükümet tarafında buna yönelik bir adımın atılıp atılmayacağı sektör açısından kritik olacak. Diğer yandan, Ticaret Bakanlığı tarafından Dahilde İşleme Rejimin'de yapılan düzenleme ile ihracatta kullanılacak ürünlerin üretiminde en az %25 oranında yurt içi tedarik şartı getirilmesi önümüzdeki aylarda fiyatları destekleyebilecek unsurlar arasında yer alıyor.
- ✓ **Şirket bazında incelediğimizde;** bu hafta içerisinde Kardemir'in üçüncü çeyrek finansallarını, Kasım ayı içerisinde ise Erdemir'in altın madenine ilişkin olarak kaynak raporunun yayımlanması bekleniyor. Kardemir cephesinde; cironun 3Ç25'te 15.875 mın TL, FAVÖK'ün 1.873 mın TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Zayıf operasyonel karlılık ve yüksek finansman giderlerinin etkisiyle şirketin 199,5 mın TL net zarar açıklamasını öngörüyoruz. Erdemir, 3Ç25 finansallarının ardından yapmış olduğu analist toplantısında ton başına FAVÖK beklentisini 60-65 dolar aralığına aşağı yönlü revize etmişti. Şirket ayrıca, altın madenine ilişkin kaynak duyurusunun Kasım ayında, rezerv duyurusunun ise 2026'nın ilk çeyreğinde olabileceğini belirtmişti. İlk duyuru rezervin miktarına ilişkin olup, ikinci duyuru bu rezervin ne kadarının işlenebileceği ve kullanılabileceğine yönelik raporu kapsamaktadır.

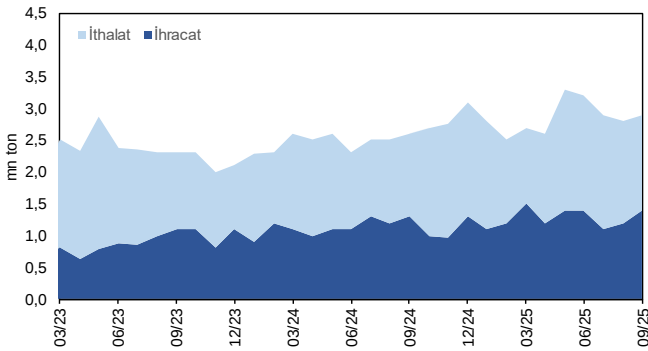
Ham Çelik Üretimi



Nihai Mamul Tüketimi



Dış Ticaret



Hisse Kodu	EREGL	KRDMD
Cari Fiyat (TL)	27,48	27,42
Tavsiye	TUT	AL
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	31,74	35,40
52H En Yüksek (TL)	32,70	34,06
52H En Düşük (TL)	19,91	21,16
Piyasa Değeri (mın TL)	192.360	21.394
Piyasa Değeri (mın USD)	4.591	511
Halka Açıklık Oranı (%)	48,0%	89,0%
Endeks Payı (BIST100)	2,9%	0,6%
3A Hacim (mın TL)	5.673	1.668
Relatif Performans (%)		
S1A	-6,2	-3,1
YBB	1,9	-9,3

Kaynak: TÇÜD, Finnet, HLY Araştırma

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

Sektörel Görünüm

Ham çelik üretimi yeniden daraldı

Worldsteel verilerine göre ham çelik üretimi Eylül'de bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %1,6 düşüşle 141,8 mt (milyon ton) seviyesinde gerçekleşti. Orta Doğu'da üretim yıllık %9,3 artışla 4,6 mt'ye yükselirken, Rusya ve diğer ülkelerde %5,3 düşüşle 6,2 mt seviyesine geriledi. Toplam çelik üretiminde Asya ve Okyanusya bölgesinin payı yıllık 0,7 puan düşüşle %72,6'ya, Avrupa Birliği'nin 0,2 puan düşüşle %7,1'e geriledi. Her iki bölgede yıllık üretim sırasıyla %2,1 ve %4,5 düşüş kaydetti. Ocak-Eylül döneminde toplam ham çelik üretimi bir önceki senenin aynı dönemine göre %1,6 düşüşle 1.374 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. sıradaki yerini bu ayda da korudu. Çin'in ham çelik üretimi Eylül'de yıllık bazda %4,6 düşüşle 73,5 mt, Türkiye'nin ise %3,3 artışla 3,2 mt seviyesinde gerçekleşti. En yüksek yıllık artış %13,2 ile Hindistan'da gerçekleşirken, Rusya %3,8 ile Çin'den sonra üretimi en hızlı daralan ülke oldu. Ocak-Eylül döneminde Çin'in ham çelik üretimi bir önceki senenin aynı dönemine göre %2,9 düşüşle 746,3 mt'ye geriledi. Türkiye ise aynı dönemde %0,6 ile sınırlı artış kaydetti.

HRC fiyatları aylık bazda ağırlıklı düşüş kaydetti

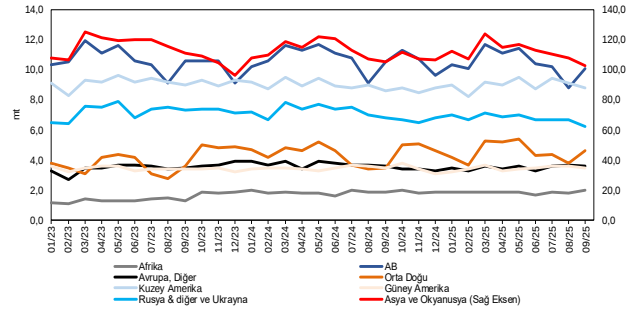
Eylül'de Türkiye'de fabrika çıkışlı HRC (sıcak haddelenmiş çelik) fiyatları aylık %3,5, yıllık %8,4 düşüş; Çin'de aylık %1,7, yıllık %9,4 düşüş; Kuzey Avrupa'da aylık %0,8, yıllık %7,7 artış; Kuzey Amerika'da aylık %1,2 düşüş, yıllık %18,2 artış kaydetti.

Demir cevheri ve kömür fiyatlarında artış

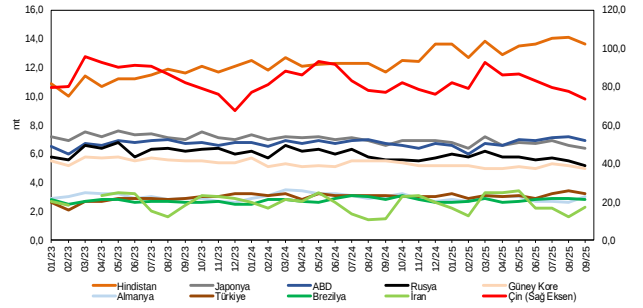
Eylül'de demir cevheri fiyatları aylık %3,4, yıllık %12,2 artış; hurda fiyatları aylık %0,3, yıllık %7,3 düşüş; kömür fiyatları aylık %0,4, yıllık %0,3 artış kaydetti.

Türkiye ve Çin'de HRC fiyatları son çeyreğin ilk günlerinde zayıf seyrini korurken, Avrupa Komisyonu tarafından atılan korumacılık önlemleri sonrası Kuzey Avrupa'da toparlanma mevcut. Küresel çapta önümüzdeki dönemde çelik fiyatlarındaki seyri; faiz indirimleri ve finansman koşullarındaki gevşeme ile Çin'de ekonomiyi canlandırmaya yönelik atılacak adımlar ve çelik üretiminde kesinti planının somutlaşması belirleyici olacak.

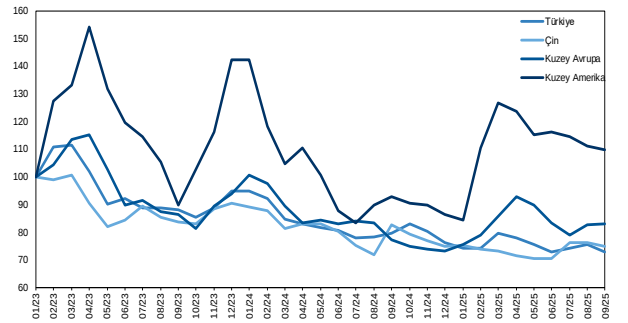
Bölgelere Göre Ham Çelik Üretimi



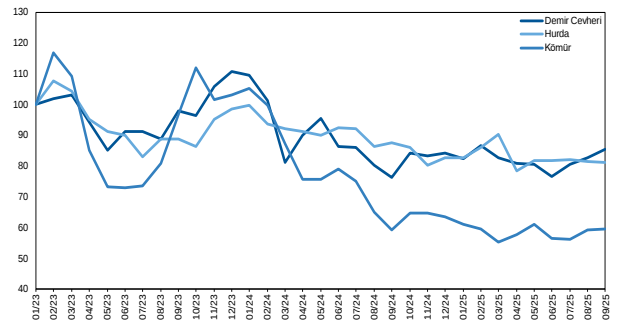
Ülkelere Göre Ham Çelik Üretimi



HRC Fiyatları (2023= 100)



Hammadde Fiyatları (2023= 100)



Kaynak: Worldsteel, Bloomberg, HLY Araştırma

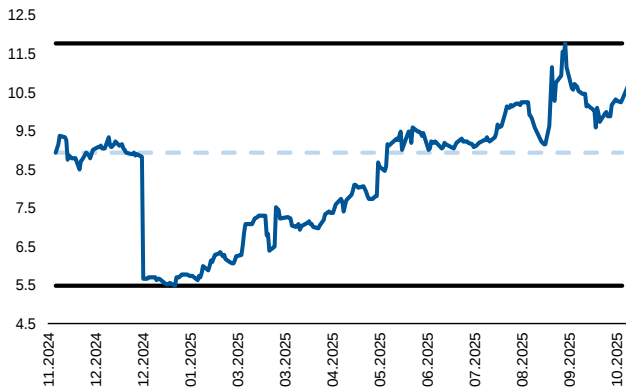
Tablo 1: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD m n)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
AVRUPA						
ArcelorMittal	Lüksemburg	32,589	6.6	5.3	9.6	8.0
Salzgitter AG	Almanya	1,943	7.4	3.9	---	9.0
Voestalpine AG	Avusturya	6,354	5.5	4.9	19.5	14.3
Thyssenkrupp	Almanya	6,511	2.2	1.7	28.2	10.9
Aperam	Lüksemburg	2,552	8.5	5.8	29.6	9.9
AMERİKA						
Nucor	ABD	34,442	9.2	7.6	18.8	13.6
Steel Dynamics	ABD	22,898	11.5	8.2	18.4	12.0
Usiminas	Brezilya	1,315	5.0	4.9	14.9	14.4
Ternium	Lüksemburg	7,223	7.0	4.9	12.9	8.7
ASYA						
POSCO	Güney Kore	17,227	6.6	5.6	22.9	12.8
Steel Authority of India	Hindistan	6,366	9.7	7.5	30.4	16.4
BlueScope Steel Ltd	Avustralya	6,567	7.2	5.7	21.5	13.7
Nippon Steel& Sum	Japonya	22,188	8.3	8.6	9.9	---
Baoshan Iron& Steel	Çin	21,896	6.4	6.0	15.4	13.6
China Steel Corp	Tayvan	9,641	16.8	13.6	---	59.2
Tata Steel	Hindistan	25,708	12.7	8.7	60.3	18.3
Erdemir		4,574	11.6	7.2	35.4	13.7
Kardemir		745	3.0	3.1	87.3	16.9
Medyan			7.3	5.7	19.1	13.6
Prim/İskonto (Erdemir)			59%	25%	85%	1%
Prim/İskonto (Kardemir)			-59%	-46%	356%	25%

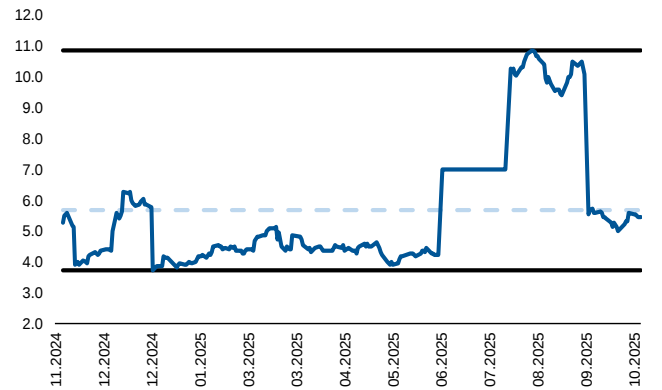
Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Erdemir'i küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 11,6x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %59, 7,2x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre de %25 primli işlem görmektedir. Kardemir tarafında ise 3,0x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %59, 3,1x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre de %46 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 tecrübeye 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 nedenle, 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.