

## Kocaer Çelik Sanayi

8.05.2026

## İzleme Listesine Ekleme

AL

## Yükselme Potansiyeli 50%

## Hızlı büyüyen nihai pazarlar, niş ürünler ve jeotermal potansiyel

Kocaer Çelik'i %50'lik artış potansiyeli, hisse başına 19,0 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz. Türkiye'nin en büyük çelik profil ihracatçılarından biri olup gelirlerinin %90-95'i döviz cinsinden olan şirket; yüksek marjlı, mühendislik yoğun katma değerli ürünlere yönelik stratejik dönüşümü ve karlı yenilenebilir enerji yatırımlarıyla genişleyen bir marj görünümüne sahiptir. Hisse, 2026/2027 tahminlerimize göre 7,8x/7,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla küresel emsallerine kıyasla %19/%24 iskonto ile işlem görmekte olup Şubat 2024'teki zirvesinin dolar bazında %62 aşağısındadır. İhracatçı şirketlerin kısa vadede karşı karşıya olduğu tehditlere rağmen piyasanın katma değeri yüksek profillerdeki büyüme potansiyelini ve enerji segmentinin gelecekteki potansiyel katkısını henüz fiyatlamadığını düşünüyor, mevcut seviyeyi cazip bir giriş noktası olarak değerlendiriyoruz.

**Sağlam iş modeli.** Şirket; güneş enerjisi taşıyıcı sistemleri, madencilik ve enerji nakil hatları gibi yüksek mühendislik ve özel sertifikasyon gerektiren niş alanlardaki ürün portföyü sayesinde emtia çeliğine kıyasla yapısal olarak daha geniş fiyat makasları elde etmektedir. Kocaer Çelik, küresel ham çelik üretiminin %2 düştüğü bir ortamda 2025'te satış hacmini yıllık bazda %18 artırarak 683 bin tona ulaştırmış olup bu performans nihai pazar talebinin dayanıklılığını teyit etmektedir. Şirket'in kütük maliyetlerinin büyük ölçüde müşteriye yansıtıldığı maliyet-artı fiyatlama modeli, çelik fiyatı döngüselliğine maruziyeti sınırlamaktadır. Katma değerli ürünlerin satış hacmindeki payı 2021'de %33'ten 2025'te %43'e yükselmiş olup bu oranın 2030'da %55'e ulaşmasını öngörüyoruz. Ürün karmasındaki iyileşme, hacim artışı ve enerji maliyet düşüşlerinin desteğiyle çelik segmentinde ton başına FAVÖK'ün 2025'teki 106 dolardan 2030'da 139 dolara yükselmesini tahmin ediyoruz.

**Yenilenebilir enerji yatırımlarıyla karlılık artışı.** Yenilenebilir enerji yatırımlarının ilk fazını oluşturan 24 MW JES ve 24 MW hibrit GES yatırımlarının 3Ç27 itibarıyla devreye alınmasını bekliyoruz. 8 MW'lık iç tüketim tahsisinin yıllık 5 milyon dolarlık maliyet düşüşü yaratmasını, kalan üretimin ise YEKDEM üzerinden satılarak 2028'den itibaren FAVÖK marjına yaklaşık 1 puanlık pozitif katkı sağlamasını öngörüyoruz. Konsolide FAVÖK marjının 2025'teki %12,9 seviyesinden 2030'da %16,4'e yükselmesini bekliyoruz. Bu 350 baz puanlık genişleme; (i) katma değerli ürünlerle çelikte ton başına FAVÖK'ün 2030'ta 139 dolara çıkması, (ii) enerji segmentinden gelecek yıllık 9 milyon dolar FAVÖK katkısı ve (iii) ölçek ekonomisi sonucu operasyonel giderlerin satışlara oranının %7,7'ye gerilemesiyle desteklenmektedir.

**2028'den itibaren hızlanan nakit yaratımı.** 2027'de 65 milyon dolar ile zirve yapmasını beklediğimiz yoğun yatırım harcaması döneminde Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının %10,6'ya yükselmesinin ardından, bu oranın 2028'den itibaren yaklaşık %4 seviyesinde dengelenmesini öngörüyoruz. Yatırımların hafiflemesi ve karlılığın artmasıyla, projeksiyon dönemimizde SNA/FAVÖK'ün 2026'daki %34,5'ten 2028'de %64,0'a, SNA/Satışlar'ın ise 2026'daki %4,4'ten 2030'da %10,5'a yükselmesini bekliyoruz.

**Riskler.** Ana ihraç pazarlarındaki korumacı ticaret politikaları ve jeopolitik sorunların talebi daraltması, enerji yatırımlarının devreye alınmasındaki olası gecikmeler, navlun ve enerji maliyetlerindeki artışlar ile TL'nin beklenenden güçlü reel değer kazanması aşağı yönlü temel riskler. Öte yandan, imalatçı ihracatçılara yönelik vergi ve teşvik paketleri, ABD pazarının yeniden açılması, İran Savaşı'nın yakın coğrafyalarda Asyalı üreticilere karşı şirkete rekabet avantajı sağlaması ile ilave jeotermal kaynak keşifleri yukarı yönlü ana risk unsurlarıdır. 12 Mart 2026'da inceleme ve değerlendirme süreci başlamış olan 24 MW jeotermal santrale ilişkin ÇED kararı muhtemel bir kısa vadeli katalisttir.

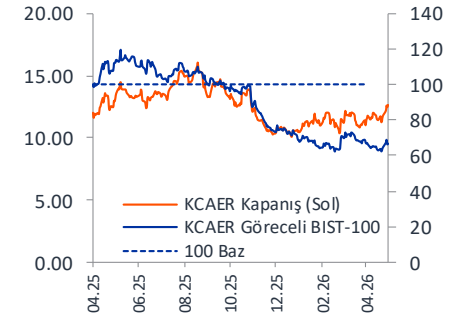
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	12.64
12 Aylık Hedef Fiyat*	19.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	24,206
Halka Açık PD (mn)	6,243
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	1,915
Takas Saklama Oranı (%)	26
Yabancı Oranı (%)	12

\*Güncelleme tarihi: 8.05.2026

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	11.1	19.8	-2.3
ABD \$	9.5	13.7	-16.6
BIST-100 Relatif	-3.2	-10.3	-41.1

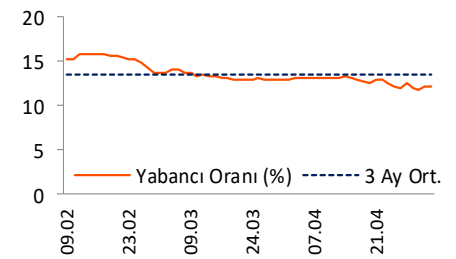
Çarpanlar	2026	2027	2028
F/K	26.1	16.6	12.3
PD/DD	2.1	2.2	2.2
FD/FAVÖK	7.8	7.0	5.8

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 10.32 12.64

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 12.24



Beril Adali

badali@isyatirim.com.tr

Anil Ulas Koseoglu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

Kocaer Çelik Sanayi

Ortaklık Yapısı (%)					Faaliyet Konusu				
Hakan Kocaer					74.2	Demir-çelik sektörünün çelik profil segmentinde faaliyet gösteren Kocaer Çelik; enerji nakil hattı, güneş enerjisi alt yapısı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünel, gemi inşa,			
Diğer					25.8	tarım, makine imalat, savunma sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren müşterilerine yüksek mukavemetli, özel kalitelerde, farklı ebatlarda, özel boy ve kesitlerde çelik profillerin üretimini ve bu ürünlerin satışlarını ihracat, yurt dışı ve yurt içi dağıtım kanalları vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.			
Gelir Tablosu (mn ₺)					Bilanço (mn ₺)				
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>24,112</b>	<b>30,112</b>	<b>36,724</b>	<b>46,560</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>13,092</b>	<b>16,552</b>	<b>19,438</b>	<b>27,390</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>4,544</b>	<b>5,750</b>	<b>7,196</b>	<b>9,949</b>	Nakit ve Nakit Benzerleri	5,178	6,681	7,433	12,313
Operasyonel Giderler	1,950	2,459	2,897	3,609	Ticari Alacaklar	3,912	4,886	5,959	7,555
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>2,593</b>	<b>3,292</b>	<b>4,299</b>	<b>6,340</b>	Stoklar	3,417	4,253	5,155	6,392
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	564	564	564	564	Diğer Dönen Varlıklar	585	731	891	1,130
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,749	-1,977	-1,857	-2,208	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>13,106</b>	<b>14,826</b>	<b>18,285</b>	<b>19,657</b>
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>1,117</b>	<b>1,879</b>	<b>3,006</b>	<b>4,696</b>	Maddi Duran Varlıklar	12,101	13,559	16,713	17,668
Vergi Giderleri (Gelirleri)	638	823	1,075	1,585	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	996	1,244	1,517	1,924
<b>Net Kar</b>	<b>473</b>	<b>1,050</b>	<b>1,926</b>	<b>3,105</b>	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>26,198</b>	<b>31,378</b>	<b>37,723</b>	<b>47,047</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>3,109</b>	<b>3,872</b>	<b>5,007</b>	<b>7,237</b>	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>10,400</b>	<b>14,415</b>	<b>18,371</b>	<b>24,132</b>
Büyümler & Opr. Perf.					Finansal Borçlar				
<b>Büyümler</b>						5,069	6,330	7,720	9,788
Net Satışlar	25.4%	24.9%	22.0%	26.8%	Ticari Borçlar	4,448	5,538	6,712	8,323
Faaliyet Karı	54%	27%	31%	47%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	883	2,547	3,939	6,021
FAVÖK	53%	25%	29%	45%	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,466</b>	<b>3,903</b>	<b>4,466</b>	<b>5,107</b>
Net Kar	476%	122%	83%	61%	Finansal Borçlar	2,124	2,226	2,421	2,514
<b>Operasyonel Performans</b>					Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,343	1,677	2,045	2,593
Brüt Marj	18.8%	19.1%	19.6%	21.4%	<b>Özkaynaklar</b>	<b>12,332</b>	<b>13,060</b>	<b>14,886</b>	<b>17,808</b>
Faaliyet Kar Marjı	10.8%	10.9%	11.7%	13.6%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,293	13,018	14,838	17,751
FAVÖK Marjı	12.9%	12.9%	13.6%	15.5%	Ödenmiş Sermaye	1,915	1,915	1,915	1,915
Efektif Vergi Oranı	-24.6%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	Rezerv ve Diğer Kalemler	9,904	10,053	10,998	12,731
Net Kar Marjı	2.0%	3.5%	5.2%	6.7%	Dönem Net Karı (Zararı)	473	1,050	1,926	3,105
Özkaynak Karlılığı	4.4%	8.3%	13.8%	19.1%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>26,198</b>	<b>31,378</b>	<b>37,723</b>	<b>47,047</b>
Aktif Karlılığı	2.1%	3.6%	5.6%	7.3%	Nakit Akım (mn ₺)				
Yatırım Sermayesi Karlılığı	15.3%	15.3%	16.8%	21.4%	<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>157</b>	<b>3,389</b>	<b>4,380</b>	<b>6,233</b>
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	0.7%	11.3%	11.9%	13.4%	Düzeltilme Öncesi Kar	479	1,056	1,931	3,111
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-3.3%	4.4%	1.3%	9.4%	Amortisman & İtfa Payları	515	580	708	897
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	İşletme Sermayesindeki Değ.	-44	-721	-800	-1,222
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	26.1	16.6	12.3	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-794	2,474	2,542	3,447
FD / FAVÖK (x)	7.6	7.8	7.0	5.8	<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-955</b>	<b>-2,052</b>	<b>-3,894</b>	<b>-1,862</b>
FD / Satışlar (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,169	-2,052	-3,894	-1,862
PD / Defter Değeri (x)	1.9	2.1	2.2	2.2	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	214	0	0	0
Nakit Akışı / PD	a.d	4.9%	1.5%	11.4%	<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>-798</b>	<b>1337</b>	<b>487</b>	<b>4,371</b>
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.25	0.55	1.01	1.62	<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>1,734</b>	<b>167</b>	<b>264</b>	<b>510</b>
Hisse Başı Temettü (₺)	0.07	0.17	0.05	0.10	Finansal Borçlardaki Değişim	1,072	1,364	1,585	2,161
Temettü Verimi	0.6%	1.4%	0.4%	0.6%	Temettü Ödemeleri	-137	-325	-105	-193
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	2,015	1,875	2,708	-11	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	787	-872	-1,215	-1,459
Net Borç / FAVÖK (x)	0.65	0.48	0.54	a.d	<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>923</b>	<b>1,504</b>	<b>751</b>	<b>4,880</b>
Net Borç / Özsermaye (x)	0.16	0.14	0.18	a.d					

Kaynak: İş Yatırım

**Not:** 2026–2028 yıllarına ait rakamlar enflasyon muhasebesi altında tahmin edilmiş nominal değerler olarak sunulmaktadır, baz yıl kullanılmamıştır.

**YATIRIM  
TEMASI**

**İhracata dayalı, döviz cinsi gelir tabanı doğal kur koruması sağlarken yurt içi makro maruziyeti sınırlıyor.** Kocaer Çelik, gelirlerinin yaklaşık %77'sini altı kıtada 140'tan fazla ülkeye gerçekleştirdiği ihracattan elde etmekte olup toplam satış gelirlerinin %90-95'i ağırlıklı olarak ABD doları, avro ve pound olmak üzere yabancı para cinsinden oluşmaktadır. 2025 yılında ihracat gelirlerinin bölgesel dağılımında %41 pay ile Kuzey Afrika ilk sırada yer alırken; bu bölgeyi sırasıyla %26 ile Amerika kıtası, %15 ile Avrupa, %10 ile Orta Doğu ve %5 ile Birleşik Krallık izlemektedir. Şirket'in İngiltere'deki bağlı ortaklığı Kocaer Steel UK, Cardiff ve Warrenpoint'te toplam 20.000 m<sup>2</sup> depolama alanı ile faaliyet göstermekte olup Avrupa pazarlarında lojistik avantaj, kısa teslim süreleri ve artan marka bilinirliği sağlamaktadır. Kocaer Çelik'in Aliğa'daki liman tesislerine ve bölgesel kütük tedarikçilerine yakın stratejik konumu, geniş ürün portföyü, rekabetçi işçilik ve enerji maliyetleri ile süregelen yenilenebilir enerji yatırımları, uluslararası pazarlardaki fiyat rekabetçiliğini güçlendirmektedir. Şirket'in düşük maliyetli üretim tabanı ve ABD, İtalya, Mısır, Peru, Kolombiya ve Fas'taki yurt dışı satış temsilcilikleriyle desteklenen çeşitlendirilmiş coğrafi yapılanması, TL değer kaybına karşı koruma sağlarken tek pazara bağımlılığı da sınırlamaktadır.

**Katma değerli ürün stratejisiyle genişleyen fiyat makası ve daha yüksek FAVÖK/ton.** Kocaer Çelik'in güneş enerjisi taşıyıcı yapıları, madencilik ve tünel takviye profilleri ile enerji nakil hattı bileşenlerini kapsayan farklılaşmış ürün portföyü, ileri mühendislik gereksinimleri, projeye özel çözümler ve uzman sertifikasyon gereksinimleri nedeniyle standart emtia çeliğe kıyasla yapısal olarak daha geniş fiyat makasları sağlamaktadır. Şirket, kütükten profile kadar üretimi, 180 bin ton/yıl kapasiteli Çelik Servis Merkezi'ni ve 100 bin ton/yıl kapasiteli sıcak daldırma galvaniz tesisini kapsayan entegre bir üretim zinciri işletmekte olup müşteriye uçtan uca çözüm sunmaktadır. Katma değerli ürünlerin satış hacmi içindeki payı 2021'deki %33 seviyesinden 2025'te %43'e yükselmiş olup; yönetim, 2030 vizyonu doğrultusunda bu oranı %70'e çıkarmayı hedeflemektedir. Daha muhafazakar bir çizgi izleyerek katma değerli ürün payının 2030'da %55'e ulaşmasını öngörüyoruz. Çelik segmentinde nihai ürün ile hammadde arasındaki ortalama ton başına fiyat makasının 2025G'deki 248 dolardan 2030T'de 288 dolara genişlemesini, bu genişlemenin çelik segmentinde ton başına FAVÖK'ü aynı dönemde 106 dolardan 139 dolara taşımalarını öngörüyoruz. Kocaer Çelik daha yüksek marjlı, nihai kullanıcıya özel ürünlere yönelişiyle küresel çelik fiyatlarındaki döngüsellikten büyük ölçüde etkilenmemektedir.

**Yapısal büyüme dinamiklerine sahip nihai pazarlar.** Talebi ağırlıklı olarak inşaat ve imalat döngüsüne bağlı olan emtia çelik üreticilerinin aksine, Kocaer Çelik uzun vadeli enerji dönüşümü ve altyapı yatırım programları tarafından desteklenen nihai pazarlara hizmet etmektedir: yenilenebilir enerji altyapısı, enerji iletimi, madencilik ve tünelcilik ile savunma sanayi. Küresel güneş paneli kurulumları 2024 yılında yaklaşık 597 GW'lık rekor yeni kapasite eklerken, IEA yıllık kurulumların 2030'a kadar 700 GW'a yaklaşacağını öngörmektedir. IEA tarafından enerji dönüşümünü kısıtlayan en kritik dar boğazlardan biri olarak tanımlanan şebeke altyapısı, dünya genelinde iletim hattı kule bileşenlerine yönelik talebi hızlandırmaktadır. Önemli güç kapasitesi, metal tüketimi ve özel şebeke bağlantısı gerektiren yapay zeka veri merkezi altyapısının hızla büyümesi, hem enerji iletim profilleri hem de madencilik profilleri için ek bir talep kaynağı olarak belirginleşmektedir. Kocaer Çelik, küresel ham çelik üretiminin %2 düştüğü bir ortamda 2025 yılında satış hacmini yıllık bazda %18 artırarak 683 bin tona ulaştırmış olup bu performans nihai pazar talebinin dayanıklılığını teyit etmektedir. Şirket'in mühendislik yoğun, nihai kullanıcıya özel üretim kabiliyetlerini, saf haddeleyicilerden ve emtia kalitesinde uzun ürün üreticilerinden ayrıştıran yapısal bir rekabet avantajı olarak değerlendiriyoruz.

**Elektrik ark ocağı kaynaklı girdiler, yenilenebilir enerji yatırımları ve değer zincirindeki konumlanma SKDM açısından avantajlı bir profil oluşturuyor.** Kocaer Çelik, çelik değer zincirinin doğası gereği ham çelik üretimine kıyasla daha düşük direkt emisyon yoğunluğuna sahip olan profil işleme segmentinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in kütük tedarikçileri ağırlıklı olarak elektrik ark ocağı (EAF) bazlı üreticiler olup Çin ve Hindistan gibi yüksek fırında üretim yapanlara kıyasla belirgin biçimde düşük karbon yoğunluğuna sahiptir; bu durum Kocaer Çelik'in nihai ürünlerinde gömülü (Kapsam 3) emisyonların görece düşük kalmasını sağlamaktadır. Şirket'in 24 MW jeotermal ve 24 MW güneş enerjisi kapasitesine yönelik yatırımları, kampüsün elektrik tüketiminin halihazırda yaklaşık %33'ünü karşılayan 9,2 MW'lık çatı üstü GES'le birleştğinde, üretim sürecindeki gömülü emisyonları doğrudan azaltmaktadır. Şirket'in 2030 Vizyonu kapsamında elektrik tüketiminin tamamını kendi yenilenebilir kaynaklarından karşılama hedefi ve potansiyel karbon kredisi geliri, Kocaer Çelik'i Türk çelik sektöründe SKDM'ye en hazır şirketlerden biri konumuna taşımaktadır. Ayrıca 2030 Vizyonu kapsamında planlanan çelikhane, yeşil teknolojiyle donatılmış bir EAF tesisi olarak tasarlanmakta olup yatırımın gerçekleşmesi halinde tüm değer zinciri boyunca karbon ayak izini daha da azaltacaktır. Şirketin bu alanda konumlanmasını, AB'nin karbon maliyetlerini 2034'e kadar artmaya devam edeceği bir ortamda giderek önem kazanan bir rekabet avantajı olarak değerlendiriyoruz.

**Yenilenebilir enerji yatırımlarıyla 2028'den itibaren karlılık artışı.** Kocaer Enerji'nin Aydın Kuyucak'taki 10.844 hektarlık ruhsat sahasındaki 24 MW kapasiteli Faz 1 jeotermal enerji santrali (JES 1) ve hibrit entegre 24 MW güneş enerjisi santralinin (GES), 3Ç27 sonunda devreye alınması ve 2028'de tam kapasiteyle çalışmaya başlaması beklenmektedir. JES'in 2027'de %20, izleyen yıllarda %90 kapasite kullanım oranı (KKO) ile çalışacağını, 8 MW'lık kısmın öz tüketimde kullanılacağını ve kalan üretimin YEKDEM kapsamında ilk 5 yıl boyunca 115 ABD\$/MWh, takip eden 10 yıl boyunca ise 105 ABD\$/MWh seviyesindeki dolar bazlı tarifeden satılacağını varsayıyoruz. Tahminlerimize göre enerji segmenti 2027'de ciroya yaklaşık 3 milyon dolar, tam kapasitede ise yıllık yaklaşık 15 milyon dolar katkı sağlayacak olup tahmini yıllık FAVÖK katkısı yaklaşık 9,1 milyon dolar (JES: %62 FAVÖK marjı) olacaktır. Enerji segmentinin 2028'den itibaren konsolide FAVÖK marjına yaklaşık 1 puanlık katkı sağlamasını ve konsolide FAVÖK'ün yaklaşık %8'ini oluşturmasını bekliyoruz. 8 MW'lık öz tüketim tahsisinin tam kapasitede yıllık yaklaşık 5 milyon dolarlık maliyet avantajı yaratarak çelik segmenti brüt karlılığına doğrudan katkı sağlamasını öngörüyoruz. ÇED sürecinin tamamlanması ve inşaatın başlamasını, marj tarafındaki iyileşme varsayımlarımızı destekleyerek, hisse için katalist olabileceğini değerlendiriyoruz. 10.844 hektarlık ruhsat sahası ve toplam 120MW jeotermal kapasite hedefi Faz 1 kapasitesinin ötesinde anlamlı yukarı yönlü potansiyel sunmakla birlikte, arama ve izin süreçlerine ilişkin belirsizlikler nedeniyle ikinci ve üçüncü faz yatırımları değerlememize dahil edilmemiştir.

**Çelikhane ve yeni profil fabrikası planları baz senaryomuzun ötesinde önemli bir orta vadeli potansiyele işaret ediyor.** Yönetimin 2030 Vizyonu, Aliğa'da 1.000.000 ton/yıl kapasiteli yeşil teknolojiyle donatılmış EAF çelikhane ve 500.000 ton/yıl kapasiteli dördüncü profil fabrikasının (A4) yanı sıra 250 MW yenilenebilir enerji kapasitesi (yaklaşık 900 MW GES eşdeğeri), beş yeni yurt dışı dağıtım/servis merkezi ve %70 katma değerli ürün payını hedeflemektedir. Toplam yatırım tutarının yaklaşık 750 milyon dolar seviyesinde olması öngörülmekte olup %50/%50 özkaynak-borç finansman yapısı hedeflenmekte ve planlanan çelikhane için yeşil yatırım nitelikleri sürdürülebilirlik bağlantılı, düşük maliyetli finansmana erişim imkanı sunabilecektir. Bu projeler modelimize henüz dahil edilmemiş olup başarılı bir uygulamayla (i) toplam haddeleme kapasitesi %60'ın üzerinde artırılabilir, (ii) katma değerli profil üretimi için kritik öneme sahip, temin edilmesi güç kalite ve kesitlerde kütük şirketinde üretilen ve (iii) değer zincirinden marj yakalama imkanı elde edilebilecektir. Yönetim 2030 yılında %29 marjla 400 milyon dolar konsolide FAVÖK hedeflemektedir. Bizim tahminimiz %16,4 marjla yaklaşık 115 milyon dolar seviyesinde olup belirgin biçimde daha muhafazakardır; bunun temel nedeni 2030 Vizyonu yatırımlarının baz değerlememize dahil edilmemiş olmasıdır.

**FAVÖK marjı daha karlı ürün karması ve enerji maliyeti tasarruflarıyla destekleniyor.** Konsolide FAVÖK marjının 2025'teki %12,9 seviyesinden 2030'da %16,4'e yükselerek yaklaşık 350 baz puanlık bir iyileşme kaydetmesini öngörüyoruz. Bu genişleme temelde üç faktöre dayanmaktadır: (i) katma değerli ürün payının artmasıyla çelik segmenti ton başına FAVÖK'ün 106 dolardan 139 dolara yükselmesi; (ii) enerji segmentinin %62 (JES) FAVÖK marjlarıyla yıllık yaklaşık 9,1 milyon dolar FAVÖK katkısı sağlayarak 2028'den itibaren konsolide marja yaklaşık 1 puan eklemesi; ve (iii) operasyonel gider/satışlar rasyosunun artan hacimlerin ölçek etkisi ve lojistik optimizasyonu ile 2025'teki %8,1'den 2030'da %7,7'ye gerilemesiyle sağlanacak operasyonel verimlilik. Konsolide FAVÖK'ün 2025'teki 73 milyon dolar seviyesinden 2030'da yaklaşık 115 milyon dolara yükselmesini, dolar cinsinden yaklaşık %10'luk bir YBBÖ'ye denk gelmesini tahmin ediyoruz. Ton başına çelik segmenti FAVÖK'ünün 2030'da 139 dolara ulaşmasını öngörüyoruz. Tahminlerimizin, gerçekleşmesi halinde hem kapasite hem de marj profilinde köklü bir değişim yaratacak potansiyel 2030 Vizyonu yatırımlarını kapsamadığını not ediyoruz.

**Nakit yaratımı 2028 itibarıyla hızlanabilir.** 2027'de 65 milyon dolar ile zirve yapmasını beklediğimiz yoğun yatırım harcaması döneminde Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının %10,6'ya yükselmesinin ardından, bu oranın 2028'den itibaren yaklaşık %4 seviyesinde dengelenmesini öngörüyoruz. Finansal giderler hariç tutulduğunda, 2026'da 26 milyon dolar serbest nakit akışı öngörürken 2027'deki zirve yatırım harcamasının geçici bir baskı yaratmasını, ardından Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının yaklaşık %4 seviyesinde normalize olmasıyla 2028'den itibaren serbest nakit akışının hızlanmasını bekliyoruz. SNA/Satışlar'ın 2026'daki %4,4 seviyesinden 2030'da %10,5'e, SNA/FAVÖK'ün ise 2025'teki %18,3 seviyesinden 2030'da %64,0'a yükselmesini öngörüyoruz. 2025 yıl sonu itibarıyla 0,65x olan Net Borç/FAVÖK rasyosunun, yoğun yatırım döneminde geçici olarak yükseldikten sonra 2029'da net nakit pozisyonuna geçmesini (2030'da -0,7x) öngörüyoruz. Şirket'in 2030 Vizyonu yatırım döngüsü öncesindeki düşük kaldıraçlı bilançosu, planlanan projelerin sürdürülebilir biçimde finanse edilmesi için avantajlı bir konum sağlamaktadır.

**Yurt dışı dağıtım ve üretim kanallarıyla hedef pazarlar genişliyor.** Kocaer Çelik, Suudi Arabistan ve/veya ABD'de üretim tesisleri için sürmekte olan fizibilite çalışmaları ve 2030'a kadar Avrupa, MENA ve Kuzey Amerika'da beş yeni dağıtım/servis merkezi kurma planlarıyla aktif bir yurt dışı genişleme süreci yürütmektedir. 2015'ten bu yana faaliyet gösteren Kocaer Steel UK ve Kocaer Steel Ireland operasyonları, stoktan ürün temini, kısa teslim süreleri ve yerel pazar penetrasyonu sağlayarak yurt dışı genişleme için kanıtlanmış ve uygulanabilir bir örnek sunmaktadır. Kritik bir husus olarak, İngiltere ve İrlanda'daki bu iştirakler AB ithalat kotalarının erken değerlendirilmesinde stratejik bir rol üstlenmekte olup, özellikle AB'nin Temmuz 2026'dan itibaren kotaları yaklaşık %45 daraltarak kota aşımı tarifelerini %50'ye ikiye katladığı bir dönemde, beş ilave Avrupa dağıtım merkezinin planlanması bu avantajı önemli ölçüde güçlendirecektir. Kota dinamiklerinin ötesinde, İran Savaşı Avrupa'ya ihracat fırsatını güçlendirmekte; zira Asyalı rakipler yükselen navlun ve enerji maliyetleri ile bölgesel tedarik aksaklıklarından kaynaklanan baskılarla karşı karşıya kalmaktadır. Şirket'in ABD, İtalya, Mısır, Peru, Kolombiya ve Fas'taki yurt dışı satış temsilcilikleri ve 2024'te kurulan KCR Dış Ticaret iştiraki, bu genişlemeyi destekleyecek organizasyonel altyapıyı sağlamaktadır. Bu girişimleri yurt içi katma değerli ürün stratejisini tamamlayıcı, Şirket'in hedef pazarlarını genişleten ve AB'ye doğrudan ihracatta SKDM maruziyetini potansiyel olarak azaltan adımlar olarak değerlendiriyoruz. Zamanlama belirsizliğini korumakla birlikte, başarılı bir uygulama gelir tabanını mevcut 700 milyon dolarlık 2030 tahminimizin ötesine taşıyabilir.

**19,0 TL hedef fiyat %50 yükselme potansiyeline işaret ediyor; piyasa katma değeri yüksek profillerdeki büyüme potansiyelini ve enerji segmentinin gelecekteki katkısını henüz fiyatlamamış gibi görünüyor.** 12 aylık hedef fiyatımız olan hisse başına 19,0 TL, %50/%50 İNA ve emsal çarpan değerlemesinin harmanlamasından türemiştir. %10,5 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (~%12,7 özsermaye maliyeti, ~%7,3 vergi sonrası borç maliyeti, %40 D/(D+E)) ve %2 terminal büyüme oranı bazına dayanan İNA değerlememiz hisse başına 20,6 TL sonucu vermekte olup 707 milyon dolar hedef özsermaye değerine denk gelmektedir. Emsal çarpan yaklaşımımızda, 9,2x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK emsal medyan hedef çarpanına, ülke risk primini gözeterek %15 iskonto uyguluyoruz. Bu doğrultuda ulaştığımız 7,8x hedef çarpanını 2027T FAVÖK beklentimize uygulayarak, hisse başına 17,5 TL değer elde ediyoruz. Tahminlerimize göre Kocaer Steel, 2026T 7,8x FD/FAVÖK çarpanı ile küresel benzerlerine göre %19 iskonto ile işlem görmektedir. Enerji segmentinin katkısının başladığı ve katma değerli ürün dönüşümünün hız kazandığı 2027T projeksiyonlarımızda ise, Şirket 9,2x olan sektör medyanına kıyasla 7,0x çarpanı ile işlem görerek %24 oranında bir iskonto barındırmaktadır.

**YATIRIM  
RİSKLERİ**

**Yükselen koruma duvarları ihracat hacimlerini tehdit ediyor.** ABD'nin Haziran 2025'te Section 232 çerçevesinde çelik tarifelerini %50'ye yükseltme kararı, toplam ihracatın %26'sını oluşturan Amerika kıtasındaki en büyük tekil pazar olan ABD'ye yapılan satışları 3Ç25'ten itibaren fiilen durma noktasına getirmiştir. Yönetim 4Ç25'te hızla uyum sağlayarak hacimleri alternatif pazarlara yönlendirmiş, ancak bu tür zorunlu yeniden dağılım daha düşük fiyatlı coğrafyalarda fiyat realizasyonu kaybına yol açabilmektedir. ABD pazarına yeniden giriş için görüşmeler sürmekte olup, bu tarafta olumlu bir haber akışı önemli bir yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır. Eş zamanlı olarak, AB'nin Temmuz 2026'dan itibaren yürürlüğe girecek yeni korunma önlemleri, ithalat kotalarını yaklaşık %45 azaltarak kota dışı tarifeleri %25'ten %50'ye ikiye katlamakta ve Türkiye'nin en büyük çelik ihracat pazarı için belirsizlik yaratmaktadır. Şirket'in Birleşik Krallık ve İrlanda'daki dağıtım iştirakleri erken kota kullanımına olanak sağlayarak kısmi bir koruma sunmakta, ancak genel çerçevenin sıkılaşması önemli bir risk olmaya devam etmektedir.

**İran Savaşı, küresel büyüme ve enerji maliyetleri üzerinde baskı oluşturarak talep ve marjları olumsuz etkileyebilir.** Hürmüz Boğazı üzerinden doğrudan çelik ticareti akışları ihmal edilebilir düzeyde olup Şirket'in Orta Doğu maruziyeti toplam satışların yaklaşık %10'u ile sınırlıdır (toplam %51'lik MENA payının ağırlıklı bölümünü Kuzey Afrika oluşturmaktadır); ancak çatışma önemli dolaylı riskler barındırmaktadır. Gerilimin devamı, yükselen enerji fiyatları aracılığıyla enflasyonist baskı oluşturarak fiyat makaslarını daraltabilir ve imalat faaliyetini zayıflatır. Worldsteel tarafından 2026 talep büyümesinin temel itici güçlerinden biri olarak tanımlanan MENA bölgesinde zayıflayan güven, altyapı harcamalarını erteleyebilir. Orta Doğu güzergahlarında yükselen savaş riski sigorta primleri ve navlun maliyetleri, Şirket'in ABD sonrası çeşitlendirme stratejisinin merkezindeki pazarlarda rekabet baskısını artırarak çelik ticaret akışlarının bölgeselleşmesini hızlandırabilir.

**Talepte zayıflık, rekabet artışı veya zorunlu coğrafi çeşitlendirme, fiyat makaslarını baskılayarak marjları tahminlerimizin altına çekebilir.** Gelir modelimiz, kütük hammadde maliyetlerinin büyük ölçüde müşteriye yansıtıldığı bir maliyet-artı yöntemine dayanmakta olup karlılık, ton başına fiyat makası tarafından belirlenmektedir; bu makasın 2025'teki 248 dolar/ ton seviyesinden katma değerli ürü payının artmasıyla 2030'da 288 dolar/ton'a yükselmesini öngörüyoruz. Ancak fiyat makası, nihai pazar talep koşullarına, rekabet dinamiklerine ve satışların coğrafi dağılımına duyarlıdır. Şirket'in ABD tarifelerinin ardından 4Ç25'te gerçekleştirdiği hacim yeniden dağılımı, alternatif pazarlara yönelmenin tonajı koruduğunu ancak daha düşük fiyat realizasyonu maliyetiyle gelebileceğini göstermiştir.

**JES yatırımının ilk fazının devreye alınmasının gecikmesi enerji segmentinin marj katkısını öteleyecektir.** 2026'da %12,9'dan 2030'da %16,4'e yükselmesini öngördüğümüz FAVÖK marjı artışının bir kısmı 24MW jeotermal santralin tam kapasitede yıllık yaklaşık 9,1 milyon dolar FAVÖK katkısına dayanmakta olup bu katkı konsolide marjda yaklaşık 1 puana ve 2029T konsolide FAVÖK'ünün yaklaşık %8'sine denk gelmektedir. ÇED sürecinin başlangıçta 2024 yıl sonuna kadar tamamlanması, ardından 48 aylık inşaat süreciyle 2026 yıl sonunda devreye alınması öngörülüyordu; ancak inceleme ve değerlendirme aşaması 12 Mart 2026'da başlamış olup baz senaryomuzda devreye alınma 2Y27'ye, tam kapasiteye çıkma ise 2028'e ötelenmiştir. Jeotermal enerji yatırımları, bu takvimi daha da uzatabilecek doğal jeolojik ve izin sürecine ilişkin riskler taşımaktadır. Enerji segmenti yatırım harcamaları 2026 (25 milyon dolar) ve 2027'de (50 milyon dolar) yoğunlaşmakta olup 2027 yılının 65 milyon dolar (satışların %10,6'sı) ile yatırım harcamalarının en yoğun olacağı yıl olacağını öngörmekteyiz.

**Katma değerli ürün talebinde yavaşlama veya ürün karması dönüşümünün aksamaması, fiyat makası genişlemesini sınırlayabilir.** Katma değerli ürün payının 2025'teki %43,1'den 2030'da %55'e yükselmesini öngörüyoruz; bu oran Şirket yönetiminin 2030 vizyonu kapsamındaki %70 hedefinin oldukça altındadır. Muhafazakar konumlanmamız, katma değerli profiller için en karlı pazarlardan biri olan ABD pazarından çıkışı yansıtmakta olup süregelen görüşmeler yoluyla başarılı bir yeniden giriş, uzun vadeli karışım varsayımlarımıza anlamlı yukarı yönlü katkı sağlayabilir. Katma değerli ürünlerin payında istikrarlı bir artış, güneş enerjisi, madencilik ve enerji iletimi gibi nihai pazarlarda sürdürülebilir talep gerektirmekte olup bu alanlardaki yapısal büyüme trendlerine güvenmekle birlikte bu sektörlerin geniş makroekonomik koşullara duyarlılığına dikkat çekiyoruz. Küresel yenilenebilir enerji altyapı harcamalarında herhangi bir yavaşlama veya sanayi faaliyetinde uzun süreli zayıflık, dönüşümü yavaşlatabilir ve fiyat makası iyileşmesini sınırlayabilir.

**Enflasyon ve TL değer kaybı dinamikleri, Şirket'in doğal ihracat korumasına rağmen finansal performans üzerinde risk oluşturmaktadır.** Şirket'in ihracat ağırlıklı, %90-95 oranında döviz cinsinden gelir tabanlı doğal bir kur koruması sağlamakla birlikte, lojistik, işçilik ve enerji gibi temel maliyet kalemleri ağırlıklı olarak TL cinsinden olmaya devam etmektedir. Son yıllarda TL'nin değer kaybının enflasyonun altında kalmasıyla, marjlar baskı altında kalmıştır. Gelirler büyük ölçüde döviz bazlı olduğundan, TL-bazlı maliyetlerin reel olarak artmaya devam etmesi karlılık üzerinde risk teşkil etmektedir. Tahminlerimiz, projeksiyon dönemi boyunca TL değer kaybının enflasyonu genel olarak takip ettiğini varsaymaktadır; süregelen reel TL değerlenmesi, dolar cinsinden gelirler sabit kalsa dahi marjları baskılayabilir.

## DEĞERLEME

Kocaer Çelik'i %50 artış potansiyeli ile hisse başına 19.0TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz. ABD doları bazlı ve enflasyon muhasebesi uygulanmış İNA değerlemesine %50, uluslararası benzer şirketlere dayalı çarpan analizine ise %50 ağırlık verdiğimiz harmanlanmış İNA-Çarpan değerlendirme yaklaşımını kullanıyoruz. Emsal çarpan analizimizde yabancı benzerlerin 2027T FD/FAVÖK medyan çarpanı olan 9,2x'e ülke risk primini dikkate alarak %15 iskonto uyguladık (7,8x).

Tablo: Ana Varsayımlar

	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Kapasite (Bin Ton)	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00
Satış Hacmi (Bin Ton)	580.44	682.87	700.00	716.00	732.00	748.00	760.00
Katma Değerli Çelik Profil Payı (%)	42%	43%	43%	46%	49%	52%	55%
Ton Başına Gelir (Çelik) (\$/ton)	941	824	839	852	870	888	906
Ton Başına FAVÖK (Çelik) (\$/ton)	100	106	108	114	126	133	139
FAVÖK Marjı (Çelik)	10.6%	12.9%	12.9%	13.4%	14.5%	14.9%	15.4%
Konsolide FAVÖK Marjı (Enerji Dahil)	10.6%	12.9%	12.9%	13.6%	15.5%	16.0%	16.4%

Kaynak: İş Yatırım

## Ana Varsayımlar

**Katma değerli ürün odağı ve pazar çeşitlendirmesi, ciro büyümesini destekleyecek.** Yıllık 800 bin ton üretim kapasitesine sahip Şirket'in ulaştığı %81'lik yüksek kapasite kullanım oranı ile ABD pazarındaki artan gümrük vergisi belirsizliklerini dikkate alarak, ilave kapasite artırımı olmadığı senaryoda projeksiyon dönemimizde temkinli ancak sürdürülebilir bir büyüme patikası öngörüyoruz. ABD pazarındaki vergi artışına karşı satışlarını coğrafi olarak hızla çeşitlendiren Şirket, 2025 yılında satış hacmini %18 artırarak 683 bin tona yükseltmeyi başarmıştır. Satış hacminin 2026 yılında 700 bin tona, 2030 yılında ise yıllık ortalama %2 büyüme ile 760 bin tona ulaşmasını bekliyoruz. Stratejik dönüşüm planı doğrultusunda, katma değerli ürünlerin hacim içindeki payının 2025'teki %43,1 seviyesinden 2030'da %55'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Ürün karmasındaki iyileşme ve fiyat makasındaki genişleme ile ton başına gelirlerin 2025'teki 824 dolar seviyesinden 2030'da 906 dolara çıkmasını öngörüyoruz. Bu varsayımlar altında, enerji yatırımları hariç tutulduğunda, sadece çelik segmentinden elde edilecek gelirlerin 2025-2030 döneminde %4,1'lik bir YBBO ile büyümesini ve 689 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz.

**Yenilenebilir enerji yatırımları ve ürün karması dönüşümü, marjları yukarı taşıyacak.** Şirket'in 24 MW kapasiteli JES ve hibrit GES yatırımlarının 3Ç27 sonu itibarıyla devreye girmesiyle maliyet yapısında bir iyileşme yaratmasını öngörüyoruz. Öz tüketim için ayrılacağını düşündüğümüz 8 MW'lık kapasitenin 2028'den itibaren yıllık yaklaşık 5 milyon dolarlık bir maliyet avantajı yaratacağını tahmin ediyoruz. Katma değerli ürün payındaki artış ve enerji yatırımlarının kümülatif etkisiyle, 2025'te %18,8 olan brüt kâr marjının 2030'da %22,1'e yükseleceğini öngörüyoruz.

**Enerji yatırımlarının katkısı ve ölçek ekonomisiyle güçlenen kârlılık.** 2026 yılında, küresel ticaret rotalarındaki dalgalanmalar ve navlun fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle operasyonel giderlerin satışlara oranında sınırlı bir artış beklemekle birlikte; izleyen dönemde lojistik optimizasyon ve ölçek ekonomisi sayesinde bu oranın 2025'teki %8,1 seviyesinden 2030'da %7,7'ye gerilemesini bekliyoruz. Çelik segmentinden elde edilen ton başına FAVÖK'ün; hacim artışı, ürün karmasındaki iyileşme ve enerji maliyet avantajıyla 2025'teki 106 dolardan 2030 yılında 139 dolara ulaşmasını öngörüyoruz. Ayrıca, YEKDEM kapsamında gerçekleştirilecek elektrik satışlarının 2028 yılından itibaren konsolide FAVÖK marjına yıllık yaklaşık 1 puan pozitif katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Bu beklentiler ışığında, konsolide FAVÖK marjının 2025'teki %12,9 seviyesinden 2030 yılında %16,4'e çıkacağını öngörüyoruz.

**Yatırım Harcamaları.** Yıllık bakım harcamalarına ek olarak, 24 MW kapasiteli JES ve GES yatırımlarının etkisiyle 2026 ve 2027 yıllarında sırasıyla 40 milyon dolar ve 65 milyon dolar seviyesinde yoğun bir yatırım harcaması gerçekleştirilmesini öngörüyoruz. Enerji yatırımlarının tamamlanmasının ardından, yıllık bakım yatırım harcamaları/satışlar oranının projeksiyon dönemimizin geri kalanında %4 seviyesinde normalize olacağını varsayıyoruz. Baz senaryomuzdaki tahminlere 2030 Vizyonu kapsamında planlanan potansiyel yeni yatırımların dahil edilmediğini not edelim.

**Net İşletme Sermayesi & Vergi.** Şirket'in siparişe özel üretim modeli sayesinde sektöründeki diğer oyunculara nazaran daha düşük stok günlerini korumasını projeksiyon dönemi boyunca sürdüreceğini, nakit dönüşüm döngüsünün ise 40 gün seviyesinde stabilize olacağını tahmin ediyoruz. Projeksiyon dönemimiz boyunca, NİS/Satışlar oranının %12 seviyesinde stabilize olacağını öngörüyoruz. İNA modelimizde, Şirket'in sahip olduğu vergi indirimleri ve yakın geçmişteki nakit vergi ödemelerini dikkate alarak projeksiyon dönemi boyunca %10, terminalde ise %20 vergi oranı varsaydık.

**Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Analizi**

milyon dolar	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	SD
Satışlar	563	587	613	651	679	703	
Konsolide FAVÖK	73	75	84	101	108	115	
Konsolide FAVÖK Marjı	12.9%	12.9%	13.6%	15.5%	16.0%	16.4%	
FVÖK	61	64	72	89	95	102	
(-) Vergi	15	6	7	9	10	10	
(+) Amortisman	12	11	12	13	13	14	
(+/-) İşletme Serm. Değişimi	-15	-3	-3	-5	-3	-3	
İşletme Sermayesi/Satışlar	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%	12.1%	12.1%	
(-) Yatırım Harcamaları	30	40	65	26	27	28	
Yatırım Harcamaları/Satışlar	5.3%	6.8%	10.6%	4.0%	4.0%	4.0%	
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>13</b>	<b>26</b>	<b>8</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>801</b>
SNA Marjı	2.4%	4.4%	1.3%	9.4%	10.0%	10.5%	
<b>AOSM</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
İskonto Oranı	1.00	1.08	1.19	1.32	1.46	1.61	1.61
<b>İNA (milyon dolar)</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>496</b>
Sonsuz Büyüme Oranı	2%						
<b>Firma Değeri (\$)</b>	<b>660</b>						
Düzeltilmiş Net Borç, 3A26 (\$)	51						
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller, 3A26 (\$)	18						
<b>Hedef Piyasa Değeri (\$)</b>	<b>707</b>						
<b>Hedef Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>36,245</b>						

Kaynak: İş Yatırım

AOSM varsayımlarında, risksiz faiz oranı için Türkiye uzun vadeli Eurobond getirilerini, %6,0 hisse senedi risk primi, 0,9 beta katsayısı, %40,0 borç/(borç+sermaye) oranı ve %2,0 sonsuz büyüme oranı kullandık. Şirket'in risksiz faiz oranının %1 üzerinde borçlanacağını varsaydık.

**Tablo: AOSM Varsayımları**

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>Risksiz Getiri Oranı</b>	7.4%	7.4%	7.3%	7.3%	7.2%	7.2%
<b>Risk Primi</b>	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>Beta</b>	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
<b>Sermaye Maliyeti</b>	12.8%	12.8%	12.7%	12.7%	12.6%	12.6%
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	8.4%	8.4%	8.3%	8.3%	8.2%	8.2%
<b>Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti</b>	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%
<b>Borç/(Borç+Sermaye)</b>	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>AOSM</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.5%</b>

Kaynak: İş Yatırım

**Benzer Şirket Karşılaştırması**

Değerlememizde, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine ek olarak emsal şirket çarpan analizinden de yararlandık. Bu kapsamda, temsil gücü yüksek, karşılaştırılabilir ve güvenilir bir çarpan seti oluşturmak amacıyla; küresel ölçekte faaliyet gösteren çelik profil üreticileri ve metal servis merkezlerinden oluşan uluslararası bir emsal grup belirledik. Kocaer Çelik'in faaliyet gösterdiği alanın görece niş bir segment olması nedeniyle, emsal grubumuzu oluştururken Şirket ile benzer iş koluna, ölçeğe ve kârlılık yapısına sahip şirketleri seçmeye özen gösterdik. Seçilen bu yabancı benzerlerin 2027T FD/FAVÖK medyan çarpanı olan 9,2x seviyesine ulaştık. 9,2x'e ülke risk primini dikkate alarak %15 iskonto uyguladık. Elde ettiğimiz 7,8x hedef çarpan ve 2027 FAVÖK tahminimizle ulaştığımız değeri, nihai değerlendirme içerisinde %50 ağırlıkla kullandık. Şirket operasyonlarında artan yenilenebilir enerji payını ve niş segmentteki pazar liderliğini de göz önüne aldığımızda, bu hedef çarpanın makul bir seviyede olduğunu düşünüyoruz.

**Tablo: Yabancı Benzer Şirketler**

Şirket	Ülke	FAVÖK Marjı 2Y Ortalaması	FD/FAVÖK			F/K		
			2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
RELIANCE INC.	ABD	10.1%	12.5	12.1	12.6	19.4	18.3	18.7
RUSSEL METALS	Kanada	7.1%	8.4	8.4	-	14.8	14.3	-
YAMATO KOGYO	Japonya	12.0%	40.5	32.8	30.7	14.5	13.4	12.9
TUNG HO STEEL	Tayvan	12.6%	7.0	9.0	-	10.5	10.9	-
KLOECKNER & CO SE	Almanya	2.2%	8.6	7.3	6.6	32.7	19.2	15.5
RAMADA INVESTIMENTOS	Portekiz	86.1%	-	-	-	-	-	-
NWPX INFRASTRUCTURE	ABD	13.6%	12.2	12.2	-	22.5	23.0	23.2
WORTHINGTON STEEL	ABD	7.3%	10.5	9.4	-	19.5	17.1	-
RAMKRISHNA FORGINGS	Hindistan	-	-	17.2	14.2	-	-	-
<b>Medyan</b>		<b>11.1%</b>	<b>9.5</b>	<b>9.2</b>	<b>12.6</b>	<b>17.1</b>	<b>15.7</b>	<b>15.5</b>
<b>Ortalama</b>		<b>10.5%</b>	<b>9.9</b>	<b>9.7</b>	<b>9.6</b>	<b>16.9</b>	<b>16.6</b>	<b>17.6</b>
<b>KOCAER ÇELİK</b>	<b>Türkiye</b>	<b>11.7%</b>	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	<b>5.8</b>	<b>26.1</b>	<b>16.6</b>	<b>12.3</b>
<b>Emsallere Göre Prim/İskonto</b>		<b>5.9%</b>	<b>-18.6%</b>	<b>-23.6%</b>	<b>-54.1%</b>	<b>52.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>-20.7%</b>

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

\*Uç değerler medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Değerlememizde İNA (indirgenmiş nakit akımı) yöntemine ve uluslararası benzer şirket çarpanlarına eşit ağırlık verdik. Türkiye'nin, benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkelere kıyasla daha yüksek ülke risk primi (CDS priminde de yansıtıldığı üzere) olduğunu göz önünde bulundurarak, benzer şirketlerin hedef çarpanına %15 iskonto uyguladık. Her iki yöntemin harmanlanması sonucunda, 2027 ortalama dolar kuru tahminimiz üzerinden çevrilmiş haliyle 36,431 milyar TL tutarında bir hedef özsermaye değerine ulaştık. Bu değer, hisse başına 19,0 TL hedef fiyat ile %50 oranında bir artış potansiyeline işaret etmektedir. KCAER hisselerinin yılbaşından beri BIST-100 endeksinin %10 altında performans gösterdiğini not edelim.

**Tablo: Değerleme Özeti**

TL mn	Hedef Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Hedef Özkaynak Değeri
İNA	39.375	50%	19.687
Yabancı Benzer Şirket (%15 İskonto)	33.488	50%	16.744
<b>Hedef Fiyat</b>			<b>36.431</b>
<b>Hisse Başına Hedef Fiyat</b>			<b>19,0</b>
<b>Cari Fiyat</b>			<b>12,6</b>
<b>Artış Potansiyeli</b>			<b>50%</b>

Kaynak: İş Yatırım

Tablo: Makro Varsayımlar

	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TÜFE, yılsonu	44.4%	30.9%	29.0%	21.5%	22.5%	18.0%	16.0%
TÜFE, ortalama	58.5%	34.9%	28.1%	20.5%	20.0%	18.5%	15.5%
TL/\$, yılsonu	35.22	42.86	51.30	59.90	71.50	84.05	95.84
TL/\$, ortalama	32.79	39.48	46.71	55.73	65.00	77.77	89.94
TL/€, yılsonu	36.74	50.45	59.09	68.26	81.24	91.43	102.02
TL/€, ortalama	35.49	44.71	54.52	63.67	74.78	86.36	96.73

Kaynak: İş Yatırım

### Hassasiyet Analizi

Hassasiyet analizimizde, sonsuz büyüme oranı ve 10 yıllık ortalama AOSM değişiminin, bir yıl ileriye taşınmış özsermaye değeri ve artış potansiyeli üzerindeki etkisini inceledik. Sonsuz büyüme oranı arttıkça ve 10 yıllık ortalama AOSM düştükçe, bir yıl ileriye taşınmış özsermaye değeri ile artış potansiyelindeki yarattığı yükselişin, tersi senaryoda gerçekleşen düşüş miktarından daha belirgin olduğunu gözlemledik.

Tablo: Hassasiyet Analizi (Özsermaye Değeri, milyon dolar)

		Sonsuz Büyüme Oranı (%)				
		0%	1%	2%	3%	4%
10 Yıllık AOSM Ortalama Değişimi	2%	473	507	548	598	660
	1%	525	567	619	683	765
	0%	587	640	707	792	905
	-1%	662	731	819	936	1100
	-2%	757	848	969	1138	1389

Kaynak: İş Yatırım

Tablo: Hassasiyet Analizi (Artış Potansiyeli (%))

		Sonsuz Büyüme Oranı (%)				
		0%	1%	2%	3%	4%
10 Yıllık AOSM Ortalama Değişimi	2%	24%	28%	32%	38%	45%
	1%	30%	34%	40%	48%	57%
	0%	37%	43%	50%	60%	73%
	-1%	45%	53%	63%	77%	96%
	-2%	56%	67%	81%	100%	129%

Kaynak: İş Yatırım

**Senaryo Analizi: 2030 Vizyonu ve Uzun Vadeli Büyüme Potansiyeli**

Şirket'in; 250 MW yenilenebilir enerji kurulu gücü (125MW JES & 125MW GES), 1 milyon ton kapasiteli çelikhane, 500 bin tonluk ilave profil fabrikası (A4) ve 5 yeni stratejik dağıtım merkezi yatırımını içeren "2030 Vizyonu" çerçevesinde bir senaryo analizi gerçekleştirdik. Söz konusu yatırımların ölçeği ve operasyonel süreçlerini dikkate alarak, projeksiyonlarımızda daha muhafazakâr bir yaklaşımla bu hedeflerin tamamlanma takvimini 2030 yerine 2035 yılına yaydık. Analizimizde 2026-2027 dönemini baz senaryomuzla paralel tutup, yeni yatırım sürecini mevcut yatırımların tamamlanacağı 2028 yılından itibaren başlatarak modele dahil ettik.

- **Kapasite ve Satış Hacmi:** Şirket'in mevcut 800 bin tonluk kapasitesinin, A4 fabrikası yatırımıyla 2030 sonrası kademeli olarak 2035'te 1,3 milyon tona ulaşacağını varsayıyoruz. Satış hacminin ise baz senaryodaki 760 bin ton seviyesinden (2030), 2031'de %11 artışla 845 bin tona ve 2035'te 1,11 milyon tona yükseleceğini öngörüyoruz. Bu tahmin, Şirket'in 1,45 milyon tonluk 2030 vizyon hedefinin altında kalarak muhafazakâr tarafta kalmaktadır.
- **Ürün Karması ve Maliyet Avantajı:** Çelikhane yatırımıyla hammadde (kütük ve blum) tedarikinde sağlanacak dikey entegrasyon sayesinde %5 hammadde maliyet avantajı öngörüyoruz. Ayrıca, ürün çeşitliliğindeki artışla katma değerli ürün payının 2035 yılında %70 seviyesine (Şirket'in 2030 hedefiyle uyumlu) çıkacağını varsayıyoruz. Bu dönüşümle birlikte, çelik segmenti ton başına gelirinin 2035'te 1006 dolara ulaşmasını bekliyoruz.
- **Enerji Yatırımları:** Baz senaryomuzdaki 24 MW'lık JES ve GES kapasitelerini kademeli olarak artırarak 2035 yılında toplam 240 MW (120 MW JES + 120 MW GES) kurulu güce ulaşılacağını modelledik. Enerji santrallerine ilişkin projeksiyonlarımızda, baz senaryomuzla paralel satış fiyatı ve FAVÖK marjı tahminlerimizi kullandık.
- **Kârlılık ve Marjlar:** Ürün karmasındaki iyileşme ve enerji katkısıyla, 2025'te %18,8 olan brüt kâr marjının 2035'te %26,1'e; konsolide FAVÖK marjının ise %20,7'ye (252 milyon dolar) yükseleceğini tahmin ediyoruz. Hesapladığımız bu değerler, Şirket'in 400 milyon dolar FAVÖK ve %29 marj hedefinin altında kalarak ihtiyatlı duruşumuzu korumaktadır.
- **Yatırım Harcamaları:** Yatırım takvimindeki kaymayı yansıtmak amacıyla, Şirket'in 2026-2030 dönemi için planladığı harcamaları 2028-2032 dönemine yaydık ve uç değerde %3,0 Yatırım Harcamaları/Satışlar oranı kullandık.
- **Değerleme:** Baz senaryomuz ile aynı ağırlıklandırma metodolojisini uyguladığımız bu senaryo analizinde; hedef fiyatımız 19,0 TL'den 21,7 TL'ye yükselmekte ve baz senaryoya göre ilave %34 artış potansiyeline işaret etmektedir.

**Bu senaryo analizi, Şirket'in uzun vadeli stratejik yönelimini ve potansiyelini göstermek amacıyla hazırlanmıştır. Nihai yatırım kararlarının alınmadığını ve yatırımların finansman modelleri, ÇED süreçleri ve küresel konjonktür gibi faktörlere bağlı uygulama riskleri içerdiğini önemle belirtiriz.**

ŞİRKET  
ÖZETİ

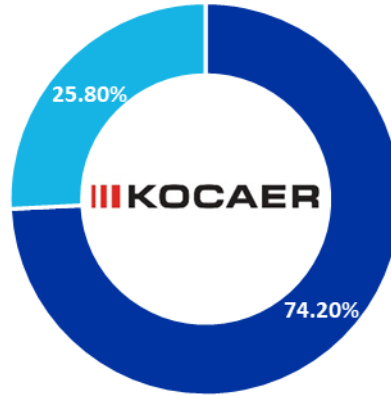
## Bir Bakışta Kocaer Çelik

Kocaer Çelik; enerji nakil hatları, güneş enerjisi altyapısı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünelcilik, gemi inşa, tarım, makine imalatı ve savunma sanayi gibi stratejik sektörlerde faaliyet gösteren müşterilerinin taleplerine göre yüksek mukavemetli, özel kalitelerde, farklı ebat, boy ve kesitlerde çelik profiller üretmekte ve bu ürünlerin satışını yurt dışı ve yurt içi dağıtım kanalları aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

Şirket 1984 yılında Denizli'de 3.000 m<sup>2</sup>'lik alanda kurulan ilk fabrikasıyla üretime başlamış, 1996 yılında ise üretimi İzmir Aliağa'ya taşıyarak liman erişimi ve ham madde tedariki açısından merkezi bir lokasyona geçmiş, böylelikle ihracata dayalı iş modelinin lojistik ayağını güçlendirmiştir. Aliağa kampüsünde yıllar içinde gerçekleşen yatırımlarla 85.000 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam 300.000 m<sup>2</sup>'lik alanda üç çelik profil fabrikası, 180.000 ton/yıl kapasiteli Çelik Servis Merkezi ve 100.000 ton/yıl kapasiteli Galvaniz Fabrikası ile toplam 800.000 ton/yıl üretim kapasitesine ulaşılmıştır.

Kocaer Çelik, kütükten profil üretimi, servis merkezi ve galvaniz kaplama süreçlerini entegre bir yapıda gerçekleştirip mühendislik kabiliyetlerini üretim süreçlerine entegre ederek müşterinin ihtiyacına özel üretim yapmaktadır. Şirket, yüksek mukavemet gerektiren ve zorlu iklim koşullarına dayanıklı ürün portföyüyle yenilenebilir enerji altyapısı, madencilik ve enerji iletimi gibi hızlı büyüyen nihai pazarlara yönelik birçok projede yer almaktadır. Bu entegre üretim yapısı ve mühendislik odaklı konumlandırma, Şirket'in ihracat kapasitesini güçlendirmiş olup satışlarının %75'ten fazlası 6 kıtada 140'tan fazla ülkeye gerçekleştirilmektedir.

Grafik: 31 Aralık 2025 İtibarıyla Ortaklık Yapısı



■ Hakan Kocaer ■ Halka Açık Kısım

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Üretim Merkezleri

Şirket, tüm üretim faaliyetlerini Aliağa, İzmir'deki tek bir entegre kampüste yürütmektedir. Kampüs, Aliağa limanına bitişik ve bölgedeki kütük tedarikçilerine yakın stratejik bir konumdadır. Kampüsteki tesisler bir sonraki sayfada özetlenmektedir:

## Şema: Üretim Merkezleri



**A1 Fabrika**  
(Üretim Kapasitesi 300.000 ton/yıl)



**A2 Fabrika**  
(Üretim Kapasitesi 300.000 ton/yıl)



**A3 Fabrika**  
(Üretim Kapasitesi 200.000 ton/yıl)



**Galvaniz Fabrikası**  
(Üretim Kapasitesi 100.000 ton/yıl)



**Kocaeli Servis Merkezi**  
(Üretim Kapasitesi 180.000 ton/yıl)



**Çatı Üzeri GES**  
(9,2 MWp)

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**Aliğa-1 (A1) Fabrikası:** 1996 yılında 21.000 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere 32.500 m<sup>2</sup> alan üzerinde devreye alınmıştır. Yaklaşık 300.000 ton/yıl kapasiteye sahip olan tesiste, kalın kesitli profiller üretilmektedir. Kocaeli Çelik, yüksek katma değerli ürünlerin üretimine yönelik stratejisi doğrultusunda 1Ç24'te A1 fabrikasında renovasyon yatırımlarını tamamlamıştır.

**Aliğa-2 (A2) Fabrikası:** 2008 yılında, 34.000 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam 186.000 m<sup>2</sup> alan üzerinde yaklaşık 300.000 ton/yıl kapasiteyle devreye alınmıştır. Tesiste orta kesitli çelik profillerin üretimi gerçekleştirilmektedir. Şirket'in yüksek katma değerli ürünlerin üretimine yönelik stratejisi doğrultusunda 1Y23'te A2 fabrikasında renovasyon yatırımları tamamlanmıştır.

**Aliğa-3 (A3) Fabrikası:** 2017 yılında, 18.000 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam 41.000 m<sup>2</sup> alan üzerinde 200.000 ton/yıl kapasiteyle faaliyete geçmiştir. Tesis, ince kesitli çelik profillerin üretimine odaklanmaktadır.

**Üç profil fabrikasının toplam kurulu üretim kapasitesi yıllık 800.000 ton seviyesindedir.**

**Galvaniz Fabrikası:** A2 Fabrikası bünyesinde, 2022 yılı başında 100.000 ton/yıl sıcak daldırma galvaniz kapasitesiyle devreye alınmıştır.

**Çelik Servis Merkezi:** A2 Fabrikası içerisinde yer alan merkez, ilk olarak 120.000 ton/yıl kapasiteyle kurulmuş; 2024 yılı başında yapılan kapasite artışı yatırımıyla 180.000 ton/yıl seviyesine çıkarılmıştır. Tesis Şirket'in sipariş bazlı, müşteriye özel mühendislik profilleri üretme stratejisine hizmet etmektedir.

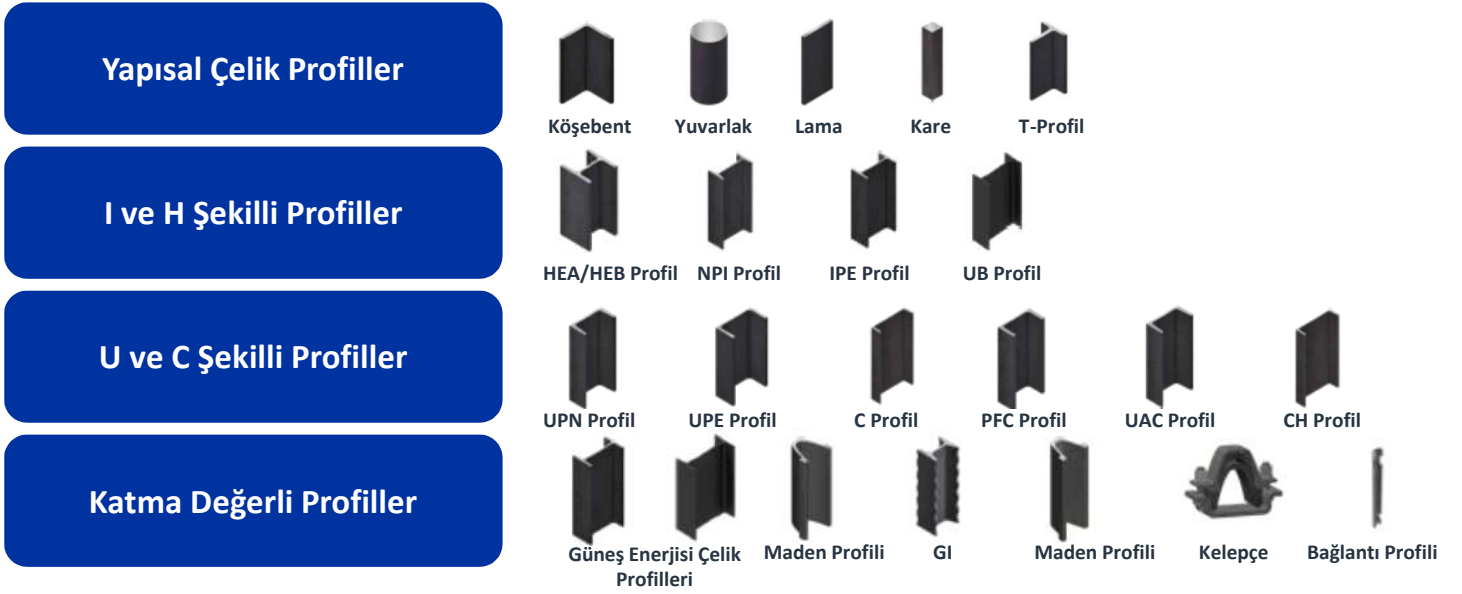
**Çatı Üstü Güneş Enerji Santrali (GES):** Üç profil fabrikasının ve galvaniz tesisinin çatılarına kurulu olan GES'in toplam elektrik üretim kapasitesi yıllık yaklaşık 15 milyon kWh seviyesindedir. Bu üretimle, kampüsün elektrik tüketiminin yaklaşık %33'ü yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılanmaktadır.

## Ürün Portföyü

Kocaer Çelik, yaklaşık 60 farklı kimyasal kompozisyona sahip kalite sınıfında ve 12.000'in üzerinde çeşitli cins, ebat ve kalınlıkta ürün gamına sahiptir. Şirket yalnızca standart çelik profil üretimi yapmakla kalmayıp, nihai kullanıcı ve projeye özgü butik üretimler de gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda sürdürülen yatırımlar sayesinde; boy kesim, kaynaklı ve talaşlı imalat, soğuk şekillendirme, kumlama, boyama ve sıcak daldırma galvaniz kaplama, paketleme gibi işlemler entegre şekilde sunulmakta, müşterilere uçtan uca çözüm ve nihai ürün teslimi sağlanmaktadır.

Kocaer Çelik'in ürün portföyü farklı nihai pazarlara hizmet eden ve farklılaşan marj profillerine sahip yapısal çelik profiller, I ve H şekilli profiller, U ve C şekilli profiller, ve katma değerli profiller olmak üzere 4 ana segmentten oluşmaktadır:

### Şema: Ürün Portföyü



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**Yapısal çelik profiller**, köşebent (yüksek gerilim ve iletim hattı kuleleri), yuvarlak (makine, taşımacılık, otomotiv), lama (inşaat, makine, otomotiv), kare (mobilya, elektrik panoları) ve T-profil (tavan sistemleri, sera yapımı) ürünlerini içermektedir. Toplam satış hacmi içindeki payı 2021 yılında %43,0 seviyesindeyken 2025 yılında %25,7'ye gerilemiştir.

**I ve H şekilli profiller**, ağırlıklı olarak altyapı ve inşaat uygulamalarında kullanılıp yüksek mukavemet ve yapısal stabilite sağlamakta olup, satış hacmi içindeki payı 2021'de %9,5 seviyesinden 2025'te %15,4'e yükselmiştir.

**U ve C şekilli profiller**, endüstriyel uygulamalarda taşıma ve destekleme amaçlı kullanılmakta olup, toplam satış hacmi içindeki payı 2021'de %14,5'ten 2025'te %15,8'e yükselmiştir.

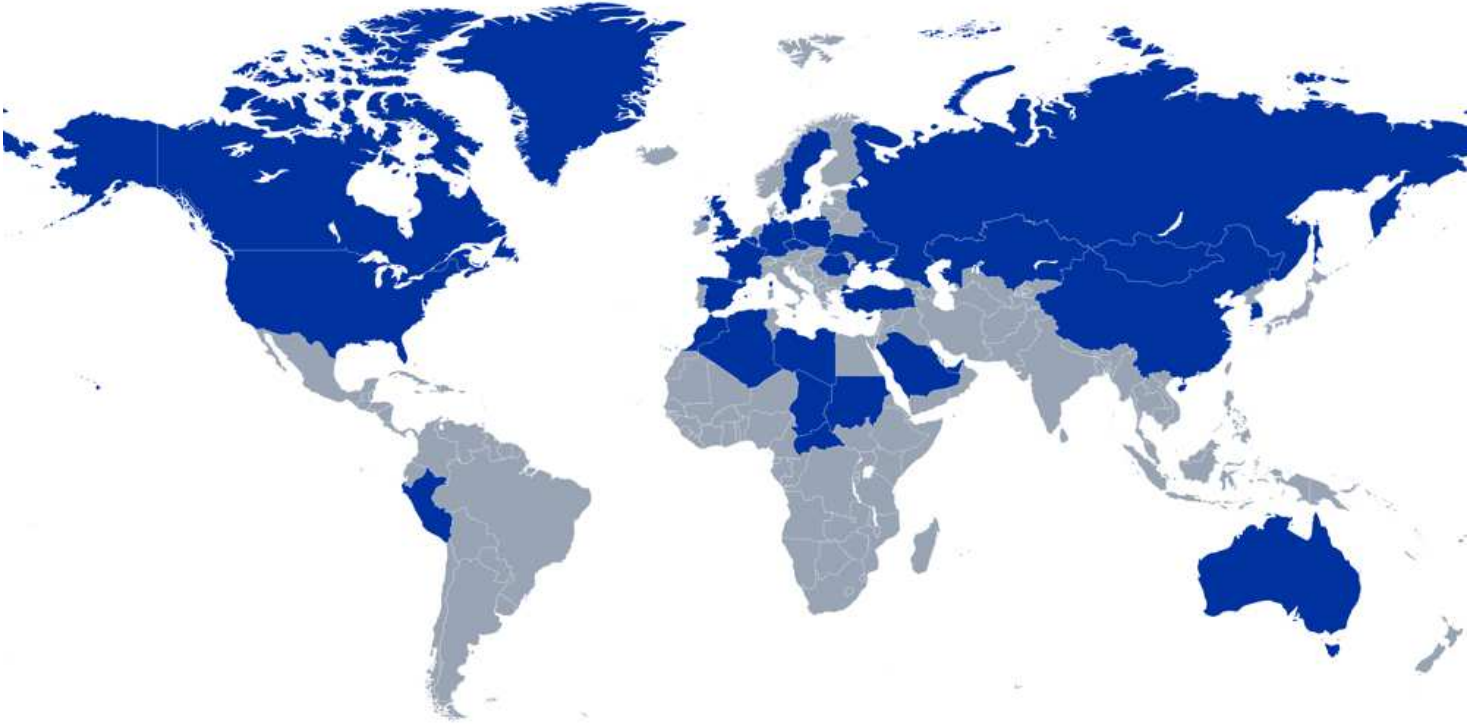
**Katma değerli ürünler** ise nihai kullanıcı ve projeye özgü olarak, yüksek mühendislik gerektiren özel kalite, ölçü ve kesitlerde üretilen çelik profillerden oluşmaktadır. Güneş paneli kurulumları için zorlu hava koşullarına dayanıklı taşıyıcı profiller ile maden ve tünellerde kullanılan zorlu yeraltı koşulları için tasarlanmış profiller, bu kategoride örnek olarak gösterilebilir. A1 ve A2 fabrikalarında gerçekleştirilen modernizasyon yatırımları ile çelik servis merkezindeki kapasite artışı sayesinde ürün portföyüne daha yüksek marjlı ve farklı ebatlı ürünler eklenmiş olup, katma değerli ürünlerin toplam satışlar içindeki payı yükselmektedir. Şirket, yüksek katma değerli ürünlerinin üretimine odaklanan strateji doğrultusunda, katma değerli ürünlerinin, toplam satış hacminin içerisindeki payını 2021'de %33,1 seviyesinden 2025 yılında %43,1'e yükseltmiş olup, karlılığı daha yüksek olan bu segmentin toplam satış tonajı içindeki payının 2030 yılında %70'e yükseltilmesi hedeflenmektedir.

## İhracat

Kocaer Çelik, 6 kıtada 140 farklı ülkeye ihracat gerçekleştirmekte olup, toplam satış gelirlerinin (yurt içi, yurt dışı ve ihracat kayıtlı satışlar dahil) %90–95'i yabancı para cinsinden oluşmaktadır. 2025 yılında toplam satışların %77'si yurtdışı pazarlardan sağlanırken, 2025 yılında gerçekleşen yurt dışı satışların bölgesel dağılımı %41 Kuzey Afrika, %26 Amerika kıtası, %15 Avrupa, %10 Orta Doğu, %5 Birleşik Krallık ve %3 diğer bölgeler şeklindedir.

Yurt dışı satışlar doğrudan satış veya temsilcilik/acente kanalıyla gerçekleştirilmekte olup, Şirket'in; ABD, İtalya, Mısır, Peru, Kolombiya ve Fas'ta yurt dışı satış temsilcilikleri bulunmaktadır. Yurt dışı organizasyon yapılanması kapsamında Şirket'in %90 oranında bağlı ortaklığı olan Kocaer Steel UK, Birleşik Krallık'ta kurulu bulunmakta ve 2015 yılından bu yana satış, pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir. Bununla birlikte, Kocaer Çelik'in %99 oranında bağlı ortaklığı olan KCR Dış Ticaret, globalleşme stratejisini desteklemek ve yurt dışı operasyonlarını daha etkin bir yapıya kavuşturmak amacıyla 2024 yılında kurulmuştur.

## Şema: 6 Kıtada 140 Ülkeye İhracat



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Bağlı Ortaklıklar

Kocaer Çelik, ana şirket ve dört ana iştiraktan oluşan bir grup yapısıyla faaliyet göstermektedir:

**Kocaer Steel UK**, Kocaer Çelik'in %90 oranında bağlı ortaklığı olup, Birleşik Krallık'ta kurulu ve 2015 yılından bu yana satış, pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir. Cardiff ve Warrenpoint'te toplam 20.000 m<sup>2</sup> depolama alanına sahip olan Şirket, Birleşik Krallık'taki müşterilerine stoklardan ürün temini ve kısa teslim süreleri sunabilmektedir. Ayrıca bu dağıtım kanalının AB'ye yakınlığı, kota uygulamaları kapsamında şirkete avantaj sağlamaktadır.

**Kocaer Enerji**, Kocaer Çelik'in %99 oranında bağlı ortaklığı olup, 2023 yılında kurulmuş ve enerji yatırımların tek çatı altında toplanarak daha etkin yönetilmesi amacıyla faaliyet göstermektedir. Şirket, jeotermal gibi yenilenebilir enerji alanındaki yatırımları ile elektrik üretim kapasitesini ulusal elektrik dağıtım sisteminde değerlendirerek enerji satışı yapmayı da hedeflemektedir.

## Kocaeli Çelik Sanayi

**Yağız Nakliyat Sanayi Tic. A.Ş.**, Kocaeli Çelik'in %91 oranında bağlı ortaklığı olup, 1995 yılında kurulmuş ve 2018 yılında Kocaeli Çelik tarafından satın alınmıştır. Şirket, kendi araç filosu ile yurt içi lojistik faaliyetlerini sürdürerek, Kocaeli Çelik'in tedarik zinciri ve lojistik operasyonlarına destek sağlamaktadır.

**KCR Dış Ticaret**, Kocaeli Çelik'in %99 oranında bağlı ortaklığı olup, 2024 yılında kurulmuş ve Şirket'in globalleşme stratejisini hızlandırmak ile yurt dışı operasyonlarını daha etkin yönetmek amacıyla faaliyet göstermektedir.

### Yatırımlar

#### Yüksek Katma Değerli Ürün Yatırımları

Kocaeli Çelik, yüksek katma değerli ürünlerin üretimine yönelik stratejisi doğrultusunda 1Y23'te A2 fabrikasında ve 1Ç24'te A1 fabrikasında renovasyon yatırımlarını tamamlamıştır. A2 Fabrikası bünyesinde, 2022 yılı başında 100.000 ton/yıl sıcak daldırma galvaniz kapasitesiyle devreye alınmıştır. A2 Fabrikası içerisinde yer alan servis merkezinin kapasitesi ise 2024 yılı başında yapılan kapasite artışı yatırımıyla 120.000 ton/yıl'dan 180.000 ton/yıl seviyesine çıkarılmıştır.

Bu yatırımların etkisiyle, enerji nakil hatları, güneş enerjisi altyapısı ve madencilik gibi sektörlerde kullanılan daha yüksek kar marjına sahip katma değerli ürünlerin toplam portföy içindeki payı 2023'te yaklaşık %39 seviyesinden 2025 yılında %43'e yükselmiştir. Şirket, portföyündeki yüksek katma değerli ürün payını 2030 vizyonu çerçevesinde %70'e yükseltmeyi hedeflemekte ve yatırımlarını bu doğrultuda planlamaktadır.

Ayrıca Şirket, uluslararası pazardaki rekabet avantajını artırmak amacıyla farklı ülkelerde üretim tesisleri veya servis merkezleri kurma fırsatlarını değerlendirmek üzere fizibilite çalışmalarını sürdürmektedir.

#### Enerji Yatırımları

Kocaeli Çelik, enerji bağımsızlığı ve SKDM'ye uyumu stratejik olarak önceliklendirmekte ve bu doğrultusunda enerji yatırımlarını devam ettirmektedir. Şirket, öncelikle üretimde kullandığı elektriğin tamamını kendi yenilenebilir kaynaklarından karşılamayı hedeflemekte ve bu kapsamda maliyet optimizasyonu ile karbon emisyonlarının azaltılmasını amaçlamaktadır. İlerleyen süreçte ise fazla üretimin şebekeye satılması ve karbon kredilerinden gelir elde edilmesi hedeflenmektedir.

Mevcut durumda, 9,2 MW kapasiteli çatı üstü güneş enerji santralleri (GES) ile tüketilen enerjinin yaklaşık üçte biri yenilenebilir kaynaklardan sağlanmakta ve bu sayede hem enerji maliyetlerinde avantaj elde edilmekte hem de çevresel etkiler azaltılmaktadır. Yenilenebilir enerji faaliyetlerini tek çatı altında toplamak amacıyla 2023 yılında kurulan %99 bağlı ortaklık Kocaeli Enerji, 2024 yılında sermayesini 300 milyon TL'den 600 milyon TL'ye artırarak yatırımlarını güçlendirmiştir.

#### 24 MW Jeotermal Enerji Santrali (JES 1)

Kocaeli Enerji'nin Aydın Kuyucak'taki 10.844 hektarlık ruhsat sahasında, her biri 24 MW kapasiteli JES ve hibrit olarak entegre edilecek 24 MW GES kapasitesinden oluşan fazlar halinde yatırım planlanmaktadır. Birinci faz kapsamında planlanan 24 MW kapasiteli JES 1 santrali için çalışmalar 2023 yılında başladı. İlk planlamalara göre ÇED süreçlerinin 2024 yılı sonunda tamamlanması, 48 aylık inşaat sürecini takiben 2026 yılı sonunda devreye alınması planlanıyordu. Projeye ilişkin ÇED süreci halihazırda devam etmekte olup, 12 Mart 2026 tarihinde inceleme değerlendirme süreci başlamış ve nihai karar aşamasına yaklaşmıştır. **Bu kapsamda baz senaryomuzda yatırımın 2027 yılının ikinci yarısında devreye alınacağını ve 2028 yılında tam kapasiteyle çalışmaya başlayacağını öngörüyoruz.** 75 milyon dolar olarak tahmin ettiğimiz toplam yatırım maliyetinin yaklaşık %30'unun özkaynaklardan, %70'inin ise kredi kullanılarak karşılanması planlanmaktadır.

120 MW GES kurulumuna eşdeğer enerji üretecek olan santralin 24 MW'lık ilk fazından elde edilecek elektriğin yaklaşık 8 MW'lık kısmı ile Şirket'in öz tüketim ihtiyacının karşılanması bekleniyor. Üretim fazlası ise YEKDEM kapsamında 15 yıl boyunca dolar bazında (95-115 dolar/MWh) alım garantisi ile satışa sunulacak düzenli bir nakit yaratımı hedeflenmektedir.

## Kocaer Çelik Sanayi

JES 1 yatırımının tamamlanmasının ardından, ruhsat sahasındaki jeotermal kaynağa bağlı olarak ikinci ve üçüncü faz yatırımlarının gerçekleştirilmesi planlanmaktadır; ancak bu fazlar arama/izin süreçlerine bağlı belirsizlikler göz önüne alınarak değerlememize dahil edilmemiştir.

### 2030 Vizyonu

Kocaer Çelik'in 2030 vizyonu dört temel stratejik öncelik üzerine yapılandırılmıştır: (i) dikey entegrasyonu artırarak organik ve inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirmek, (ii) yeşil üretim ve enerjide bağımsızlık hedefi doğrultusunda elektrik tüketiminin tamamını kendi yenilenebilir enerji tesislerinden karşılamak, (iii) yurt dışı dağıtım kanallarını güçlendirerek global ayak izini genişletmek ve (iv) yüksek katma değerli ürünlerin toplam portföy içindeki payını artırmak.

Bu stratejik çerçeve kapsamında şirket;

- **Çelik profil ve çelikhane yatırımları:** 500.000 ton/yıl kapasiteli yeni çelik profil fabrikası (A4) ile ithal ikamesi ürünlerin portföye eklenmesini; 1.000.000 ton/yıl kapasiteli yeni çelikhane yatırımı ile temin edilmesi güç, farklı kesit ve kalitelere kütük ve blum üretimini hedeflemektedir. Yeni çelikhane ile hammadde maliyetlerinin %10-12 arasında azaltılması ve enerji ve kaynak verimliliği ile çevresel sürdürülebilirlik sağlanması planlanmaktadır.
- **Yeşil üretim teknolojileri:** Ön ısıtmalı, düşük enerji tüketimli, yüksek otomasyon seviyesine sahip ve çevreci üretim teknolojilerinin tercih edilmesiyle konvansiyonel EAF ve BOF sistemlerinin operasyonel sınırlamalarının aşılması planlanmaktadır.
- **Yenilenebilir enerji yatırımları:** 120 MW JES ve 120 MW GES yatırımları ile toplamda yaklaşık 250 MW kurulu güce (yaklaşık 900 MW GES eşdeğeri üretim kapasitesi) ulaşılması hedeflenmektedir. Bu kapasite ile mevcut tesislerin yanı sıra planlanan yeni çelikhane ve profil fabrikasının elektrik ihtiyacının karşılanması, üretim fazlasının yaklaşık % 50'sinin 15 yıl boyunca YEKDEM kapsamında dolar bazlı satılması ve olası karbon kredisi fazlasının satışı hedeflenmektedir.
- **Yurt dışı dağıtım ve servis merkezi yatırımları:** Suudi Arabistan, Amerika ve Avrupa'da, Kocaer Steel UK ve Kocaer Steel Ireland'a benzer şekilde beş yeni dağıtım/servis merkezinin devreye alınması planlanmaktadır.
- **Katma değerli ürün odağı:** Yeni çelikhane ile sağlanacak yüksek kaliteli hammadde girdisi sayesinde Aliğa A4 profil fabrikasında daha yüksek katma değerli ve özel kesitli ürünlerin üretimi; mevcut servis merkezlerinin kapasite artışı ve yurt içi ve yurt dışında yeni servis merkezlerinin kurulması hedeflenmektedir.

2025–2030 dönemini kapsayan söz konusu yatırım programı; 250 MW yenilenebilir enerji kapasitesi (900 MW GES eşdeğerinde), 1.000.000 ton kapasiteli çelikhane, 500.000 ton ilave çelik profil fabrikası (A4) ve 5 yeni dağıtım/servis merkezinden oluşmaktadır. Toplam yatırım tutarının yaklaşık 750 milyon ABD doları seviyesinde olması öngörülmekte olup %50/%50 özkaynak-borç finansman yapısı hedeflenmektedir.

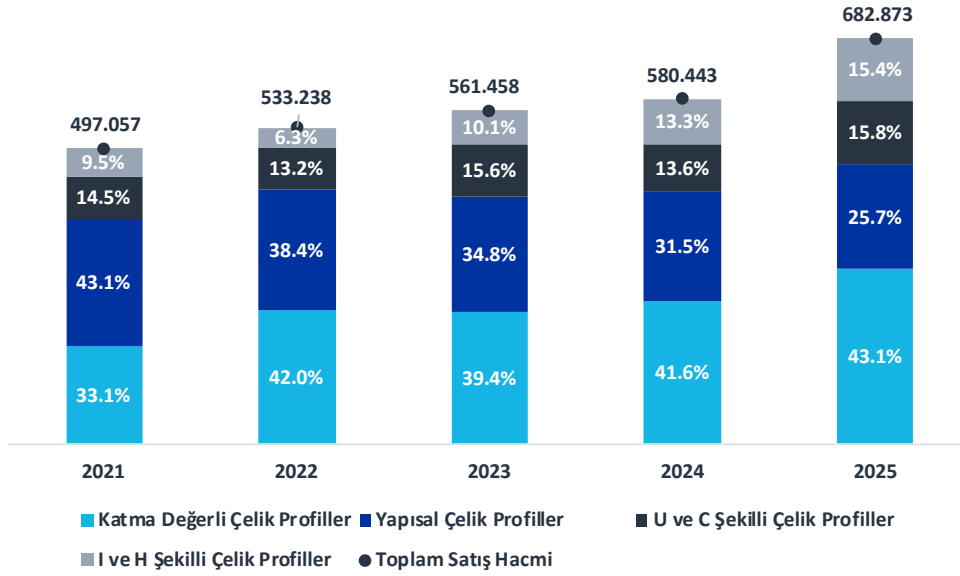
**2030 Vizyonu dahilinde belirtilen yatırımlar, nihai yatırım kararlarının alınmamış olması, projeksiyondaki belirsizlikler ve sondaj/izin süreçlerine bağlı unsurlar dikkate alınarak mevcut değerlememize dahil edilmemiştir.**

**FINANSAL ANALİZ**

**Satışlar**

Şirket'in üretimini ve satışlarını gerçekleştirdiği ürünler, katma değerli profiller, yapısal çelik profiller, U ve C şekilli profiller ve I ve H şekilli profiller olmak üzere 4 ana ürün grubuna ayrılmaktadır. Toplamda 800.000 ton/yıl üretim kapasitesine sahip Kocaeli Steel'in satış hacmi, önceki yıllardaki renovasyon yatırımlarının tamamlanmasının desteğiyle 2025 yılında bir önceki yıla göre %17,6'lık kuvvetli bir artışla 683 bin tona ulaşmıştır. Satış hacmi içinde katma değerli ürünlerin payı, 2024 yılındaki %41,6 seviyesinden 2025'te %43,1'e yükselmiştir. Aynı dönemde yapısal çelik profillerin payı %31'den %26'ya gerilerken; U ve C profillerin payı %14'ten %16'ya, I ve H profillerin payı ise %13'ten %15'e yükselmiştir.

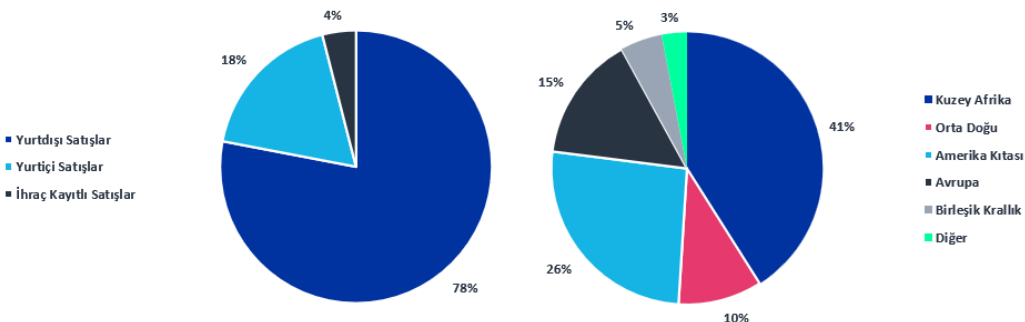
**Grafik: Satış Hacminin Kırılımı (bin ton)**



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2025 yılında Şirket'in toplam satışlarının %77'si ihracat pazarlarına, %18'i yurt içi pazara, kalan %5'lik dilim ise ihracat kayıtlı satışlara yönlendirilmiştir. Yurt dışı satış dağılımında %41 pay ile Kuzey Afrika ilk sırada yer alırken; bu bölgeyi sırasıyla %26 ile Amerika kıtası, %15 ile Avrupa, %10 ile Orta Doğu ve %5 ile Birleşik Krallık izlemiştir. 3Ç25'ten itibaren ABD'nin demir çelik ürünlerine uyguladığı gümrük vergilerini %50 seviyesine yükseltmesiyle birlikte, Şirket'in bu pazardaki satışları durma noktasına gelmiştir. Ancak Şirket 4Ç25'te yeni duruma hızlıca uyum sağlamış ve satışlarını coğrafi olarak çeşitlendirerek söz konusu pazar daralmasının negatif etkilerini önemli ölçüde dengelemiştir.

**Grafik: Satışların Coğrafi Kırılımı ve Yurtdışı Satışların Dağılımı – 2025**

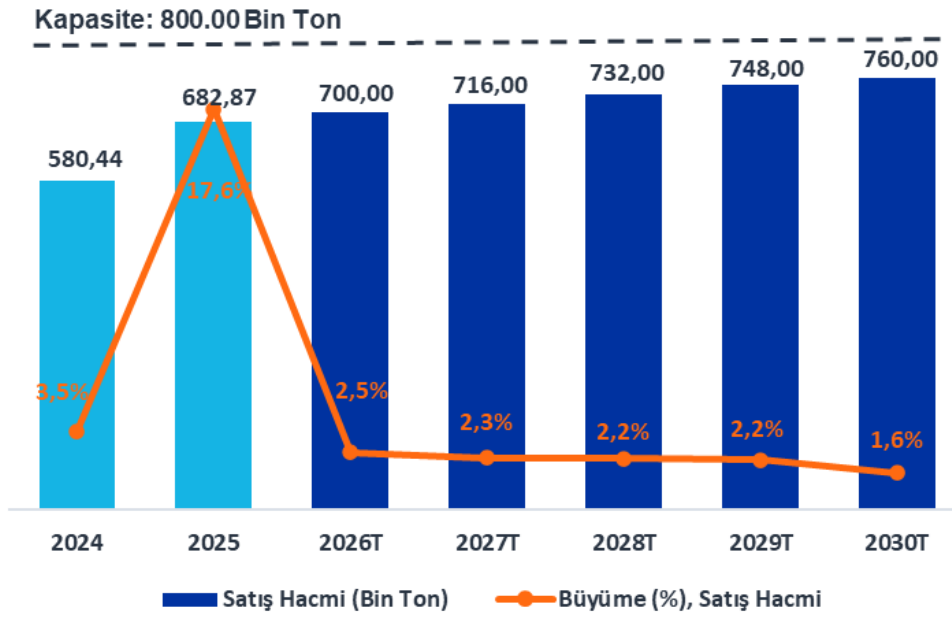


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Kocaeli Çelik Sanayi

Şirket, 2025 yılında satış hacmini %18 artırsa da 2025 yıl sonu itibarıyla %81 seviyesinde olan kapasite kullanım oranı ve ABD pazarında artan gümrük vergisi belirsizliğini göz önüne alarak ilave kapasite artırımı olmadığı senaryoda projeksiyon dönemimizde daha muhafazakâr hacimsel büyümeler öngörüyoruz. Satış tonajının 2026 yılında normalleşerek yıllık %2,5 artışla 700 bin tona ulaşacağını, takip eden dönemde ise yıllık ortalama %2 büyüme ile 2030'da 760 bin ton seviyesine çıkacağını tahmin ediyoruz. Satış hacmi içindeki katma değerli ürün payının ise geçmiş yıllardaki artış trendini sürdürerek 2026'daki %43, 2030'da %55 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu tahminlerimizin Şirket'in planladığı çelikhane ve yeni profil fabrikası yatırımlarını kapsamadığını da not etmekte fayda görüyoruz.

Grafik: Kapasite ve Satış Hacmi (Bin Ton)

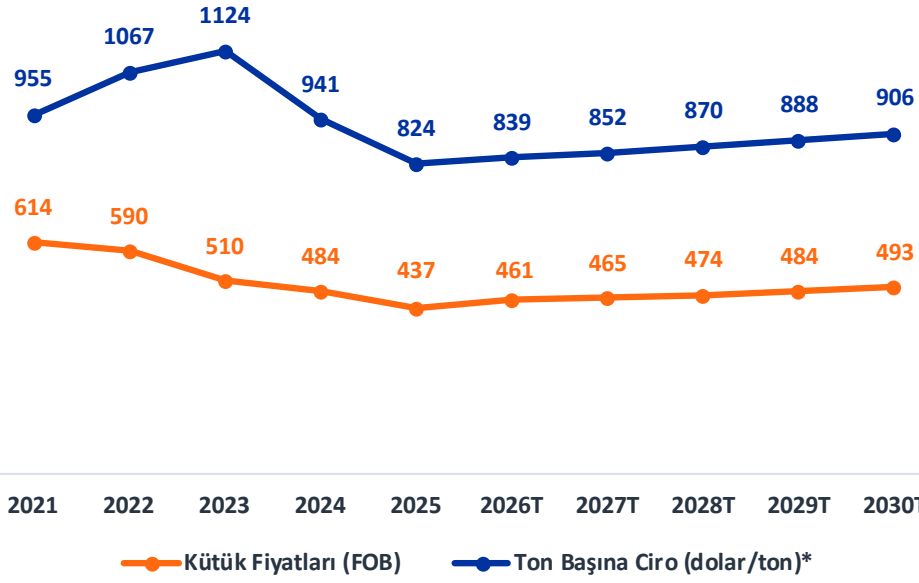


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2025 yılında enflasyonun döviz kurlarındaki artışın üzerinde seyretmesi, yakalanan hacim artışına rağmen Şirket'in cirosu üzerinde reel olarak baskı oluşturmuştur. Küresel çelik piyasasındaki arz fazlası sonucu ana hammadde olan kütük fiyatlarındaki gerileme ton başına gelirlerin 2024 yılındaki 941 dolar seviyesinden 2025'te 824 dolar seviyesine düşmesinin temel nedeni olmuştur.

Şirketin maliyet + mark-up bazlı fiyatlandırma modeli çerçevesinde ton başına gelir projeksiyonlarımızı; ton başına hammadde maliyeti + ton başına fiyat makası (spread) tahminlerimiz üzerinden şekillendiriyoruz. Çelik profil üretiminde ana hammadde olan kütük fiyatlarındaki dalgalanmalar, ürün fiyatlandırması üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Gösterge olarak aldığımız Karadeniz ortalama kütük fiyatları 2024'te 484 dolar/ton'dan 2025'te 437 dolar/ton'a gerilemiştir. Gösterge kütük fiyatlarının ilerleyen yıllarda çelik sektöründeki kademeli normalleşme beklentimize paralel olarak 2026 ve 2027 yıllarında sırasıyla 461 ve 465 dolara, ileriki yıllarda ise dolar bazında yılda ortalama %2 artarak 2030 yılında 493 dolar/ton'a yükselmesini bekliyoruz. Şirket'in gerçekleşen ham madde maliyetlerinin gösterge kütük fiyatlarının yaklaşık 125 dolar/ton üzerinde gerçekleşeceğini varsayarak şirketin ham madde maliyetlerinin 2025'teki 576 dolar/ton seviyesinden 2030 yılında 618 dolar/ton seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Şirket'in satış karmasında daha yüksek fiyat makasına sahip katma değerli profillerin oranının artmasının etkisiyle, ton başına fiyat makasının 2025'teki 248 dolar seviyesinden 2030 yılında 288 dolar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, ton başına gelirlerin 2026'da 839 dolara, 2030'da ise 906 dolara yükselmesini öngörüyoruz. Buraya kadar bahsedilen ton başına gelir rakamları yalnızca çelik segmentinden elde edilen gelirleri yansıtmakta olup, enerji yatırımlarından ciroya gelecek ek katkıları kapsamamaktadır.

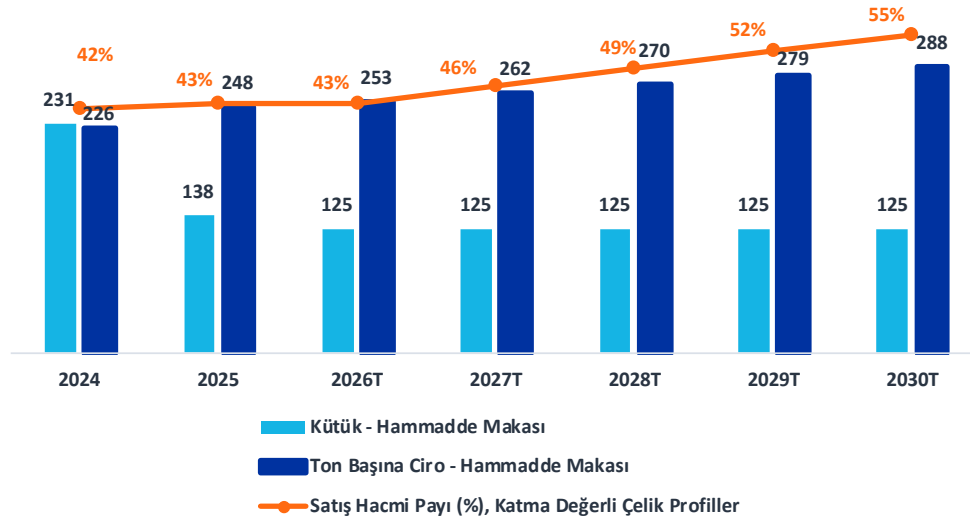
Grafik: Kütük Fiyatları (FOB) ve Ton Başına Ciro (dolar/ton)\*



Kaynak: Şirket, Bloomberg, İş Yatırım

\*Ton başına gelir rakamları yalnızca çelik segmentinden elde edilen gelirleri yansıtmakta olup, enerji yatırımlarından ciroya gelecek ek katkıları kapsamamaktadır.

Grafik: Spread (milyon dolar) ve Katma Değerli Çelik Profillerin Satış Hacmindeki Payı (%)



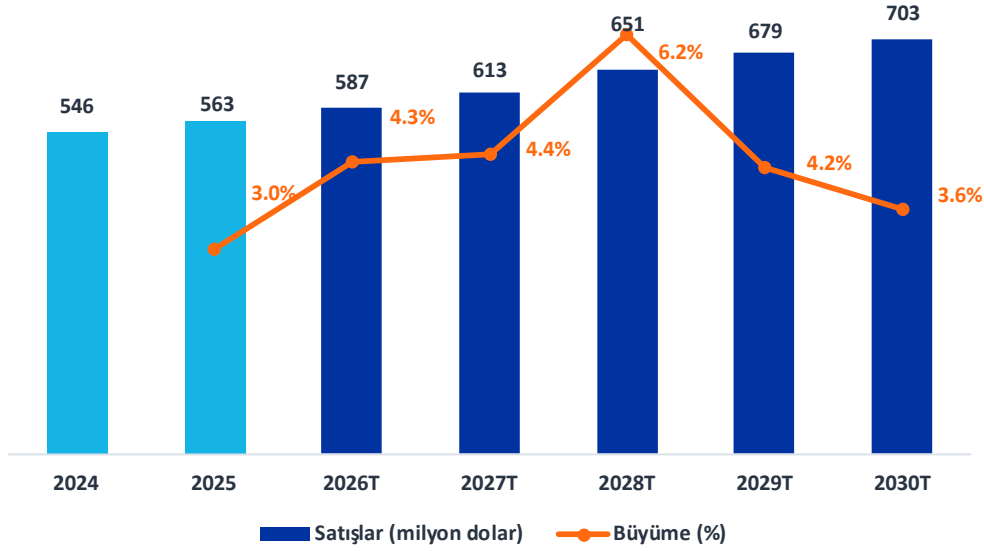
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

ÇED sürecinin geldiği aşamayı ve tahmini inşaat süresini göz önüne alarak 24 MW kapasiteli JES ve JES ile hibrit çalışacak GES yatırımlarının 3Ç27 sonunda devreye alınmasını öngörüyoruz. Bu çerçevede JES'in 2027'de %20, izleyen yıllarda ise %90 KKO ile çalışacağını varsayıyoruz. 24 MW kapasiteli JES'in 8 MW'lık kısmının Şirket'in kendi elektrik ihtiyacını karşılayacağını, kalan üretimin ise YEKDEM kapsamında 15 yıl boyunca satılacağını varsaydık. Analizimizde, JES için 115 dolar/MWh (terminalde 105 dolar/MWh) YEKDEM fiyatı esas alınmış olup; bu yatırımların şirketin konsolide cirosuna 2027 yılında yaklaşık 3 milyon dolar, ileriki yıllarda ise yıllık 15 milyon dolar katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz.

## Kocaeli Çelik Sanayi

Satış hacmi ve ton başına gelir projeksiyonlarımız doğrultusunda, 2026 yılında toplam satış gelirlerinin %4,3 oranında artarak 587 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz. Tahminimize göre 4Ç27'de enerji santrallerinin devreye girmesiyle birlikte; konsolide cironun 2027'de 613 milyon dolara, 2028'de ise 651 milyon dolara yükseleceğini öngörüyoruz. Gelirlerin, 2025 ve 2030 yılları arasında dolar cinsinden %4,6'lık bir YBBO ile büyüyeceğini tahmin ederek, 2030 yılında 703 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz.

Grafik: Satışlar (milyon dolar)



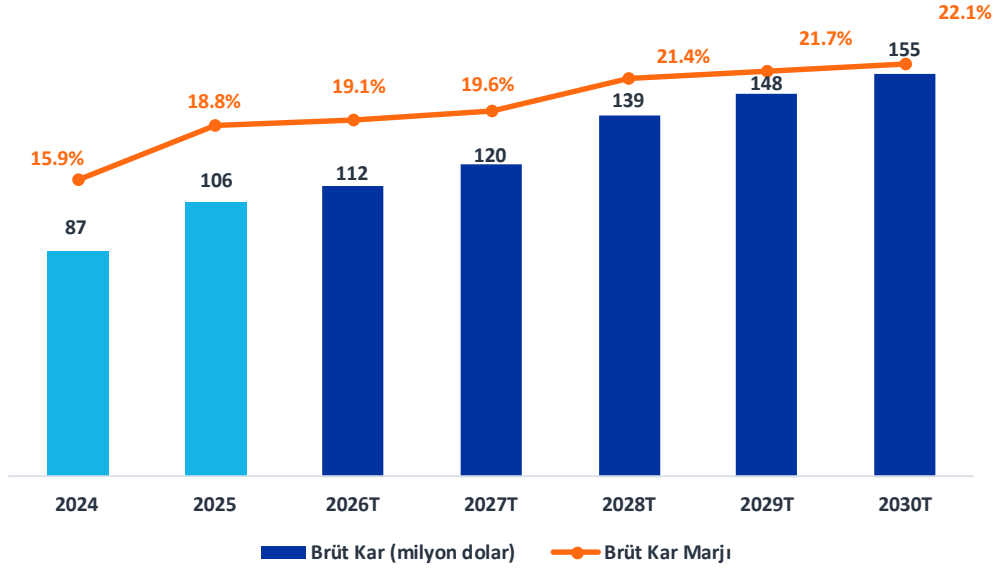
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Çelik profil üretiminde birincil ham madde olan ve önemli bir kısmı ithal edilen çelik kütük fiyatları, küresel çelik talebindeki değişimler, Çin'in agresif ihracat politikaları, artan gümrük vergileri ve jeopolitik gerilimler gibi çeşitli faktörlerin etkisiyle dalgalanmalar yaşamaktadır. Pandemi sonrası tedarik zinciri kırılmalarıyla önemli artış yaşayan kütük fiyatları, 2022'deki zirve seviyelerinin ardından 2023 ve 2024 yıllarında küresel ekonomik yavaşlama ve inşaat sektöründeki durgunluğa bağlı olarak zayıf bir seyir izlemiştir; 2025 yılı genelinde ise arz fazlası ve zayıf talep etkisiyle gerileme trendini sürdürmüştür. Şirket'in satışlarının maliyetinin satışlara oranı 2024'teki %84 seviyesinden 2025'te %81 seviyesine gerilerken, ham madde maliyetlerinin satışların maliyetleri içindeki payı 2024'teki %66 seviyesinden 2025'te %82 seviyesine yükselmiştir. Brüt kar marjı ise 2024'teki %15,9 seviyesinden katma değeri yüksek profillerin payının yılın ilk yarısında kuvvetli seyretmesinin desteğiyle 2025'te %18,8 seviyesine yükselmiştir.

2026 yılında ortalama kütük fiyatlarının 2025 yılına kıyasla dolar bazında %5 oranında artış göstereceğini, katma değerli çelik profillerinin toplam hacmin içindeki payının ise 2025'teki %43 seviyesine paralel kalacağını varsayıyoruz. 1Y25'teki kuvvetli performansın ardından ABD pazarında artan gümrük vergisi nedeniyle brüt karlılıkta yıllık bazda iyileşmenin sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz. Bu varsayımlar doğrultusunda, brüt kar marjının 2025 yılındaki %18,8'in hafif üzerinde, %19,1 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Şirket'in 24 MW kapasiteli JES yatırımının 8 MW'lık kısmının öz tüketimde kullanılmasıyla, 2027 yılının son çeyreğinden itibaren brüt kara pozitif katkı sağlamaya başlamasını, bu sayede 2027'de 1 milyon dolar, tam kapasiteye geçilen ileriki yıllarda ise yıllık 5 milyon dolarlık bir maliyet avantajı yaratılmasını öngörüyoruz. Enerji segmentinin %65 (JES) brüt kar marjıyla 2028'den itibaren konsolide brüt kar marjına yaklaşık 1 puan eklemesini bekliyoruz. Hem enerji santrallerinin devreye girmesi hem de katma değerli ürün payındaki artışın kümülatif etkisiyle (2025G: %43, 2030T: %55), 2030 yılı brüt kar marjının 2026 yılına kıyasla 3,0 yüzde puanlık iyileşme kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik: Brüt Kar (milyon dolar), Brüt Kar Marjı

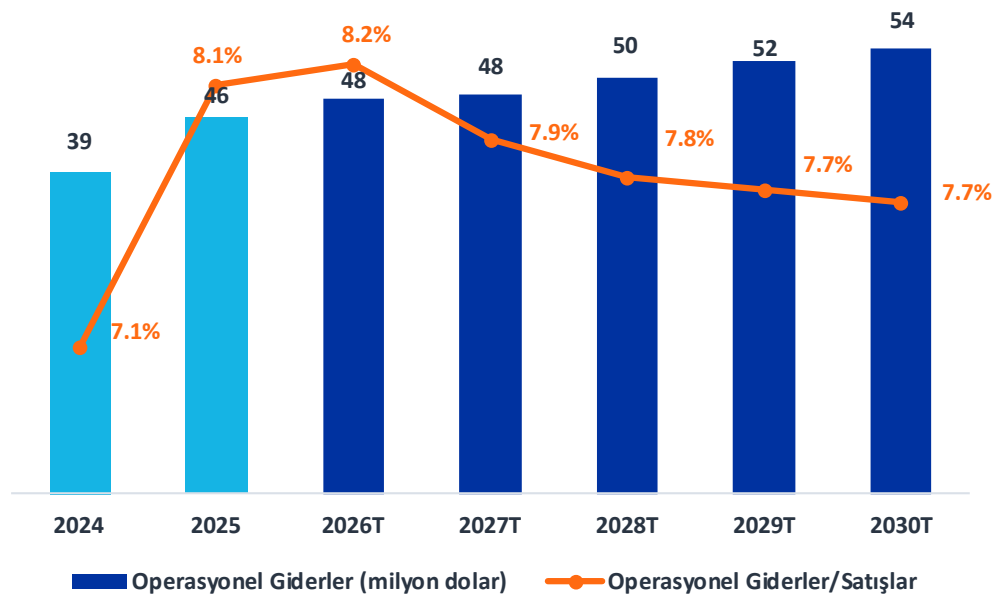


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Operasyonel Giderler

Kocaer Çelik'in operasyonel giderleri 2025 yılında 46 milyon dolar seviyesinde gerçekleşirken; operasyonel giderlerin satışlara oranı, 2024 yılındaki %7,1 seviyesinden 2025 yılında pazarlama, satış ve dağıtım giderlerindeki artışın etkisiyle %8,1'e yükselmiştir. 2026 yılında, küresel ticaret rotalarındaki dalgalanmalar ve navlun fiyatlarında yaşanabilecek artışların etkisiyle bu oranın %8,2 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. İzleyen dönemde ise lojistik süreçlerdeki optimizasyon adımları ve satış hacmindeki büyümenin getireceği ölçek ekonomisi sayesinde, operasyonel gider/satış rasyosunun 2030 yılı itibarıyla %7,7 seviyesine normalleşmesini tahmin ediyoruz.

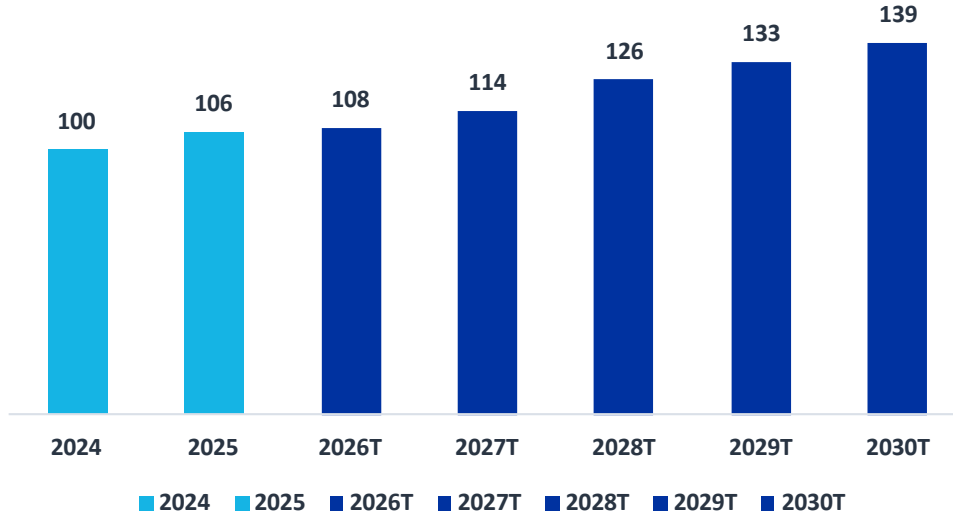
Grafik: Operasyonel Giderler (milyon dolar), Operasyonel Giderler/Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**FAVÖK**

FAVÖK, 2025 yılında dolar bazında yıllık bazda %25 artışla 73 milyon dolara yükseldi, FAVÖK marjı ise %10,6'dan %12,9'a yükseldi. FAVÖK marjındaki yükselmede, satış hacmindeki artış ve satış hacmi içerisinde katma değerli çelik profil payının yükselmesi etkili oldu. Ton başına FAVÖK, 2024'te 100 dolar/ton iken 2025'te 106 dolar/ton'a yükseldi. Sadece çelik segmentinden elde edilen ton başına FAVÖK'ün; artan satış tonajı, ürün karmasındaki iyileşme ve enerji maliyetlerindeki düşüşün desteğiyle 2025'teki 106 dolar seviyesinden 2030 yılında ise 139 dolara ulaşmasını öngörüyoruz. Çelik segmentinden elde edilen ton başına FAVÖK projeksiyonumuzun, enerji yatırımları kaynaklı operasyonel maliyet iyileştirmelerini (8 MW'lık öz tüketim tahsisinin yıllık yaklaşık 5 milyon dolarlık maliyet avantajı) içermekte olduğunu not edelim .

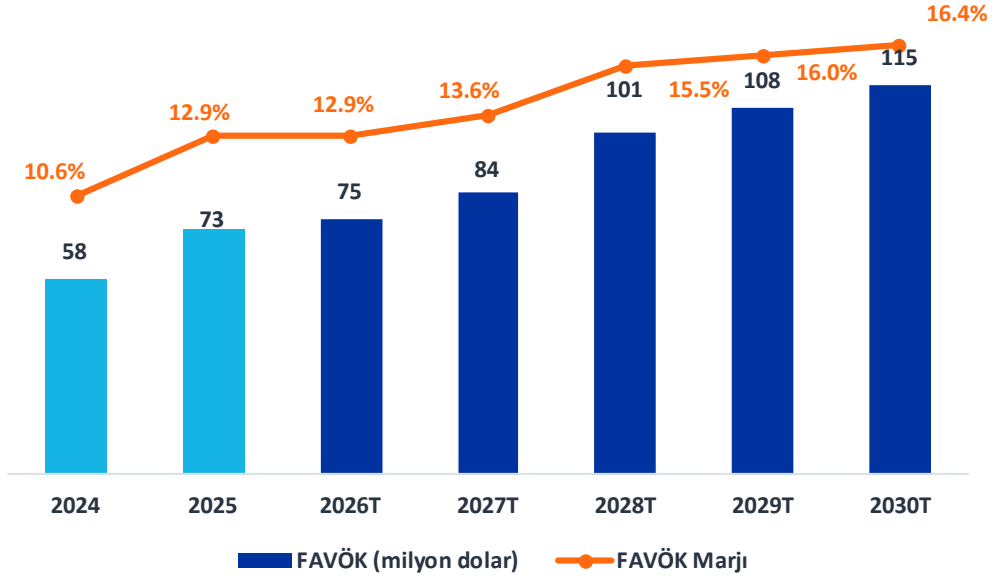
**Grafik: Ton Başına FAVÖK (dolar/ton)\***

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

\*Ton başına FAVÖK (Çelik) projeksiyonu, enerji yatırımları kaynaklı operasyonel maliyet iyileştirmelerini içermektedir.

2026 yılı FAVÖK marjının önceki yıla paralel olarak %12,9 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. İleriki yıllarda ise satış tonajındaki artış, ürün karmasında katma değerli çelik profil ürünlerin yükselen payı ve enerji santrallerinin katkısı sayesinde; 2025 ile 2030 yılları arasında FAVÖK marjında toplam 3,5 yüzde puanlık bir artış yaşanmasını ve 2030 yılında bu oranın %16,4'e ulaşmasını bekliyoruz. Enerji yatırımlarının tam kapasitede yıllık yaklaşık 9,1 milyon dolarlık FAVÖK yaratmasını ve konsolide FAVÖK marjına yıllık yaklaşık 1 puan katkı sağlamasını bekliyoruz. JES için %62 FAVÖK marjı öngörüyoruz. 2029 yılında enerji segmentinden gelecek FAVÖK katkısının konsolide FAVÖK'ün %8'ini oluşturmasını bekliyoruz.

Grafik: FAVÖK (milyon dolar), FAVÖK Marjı

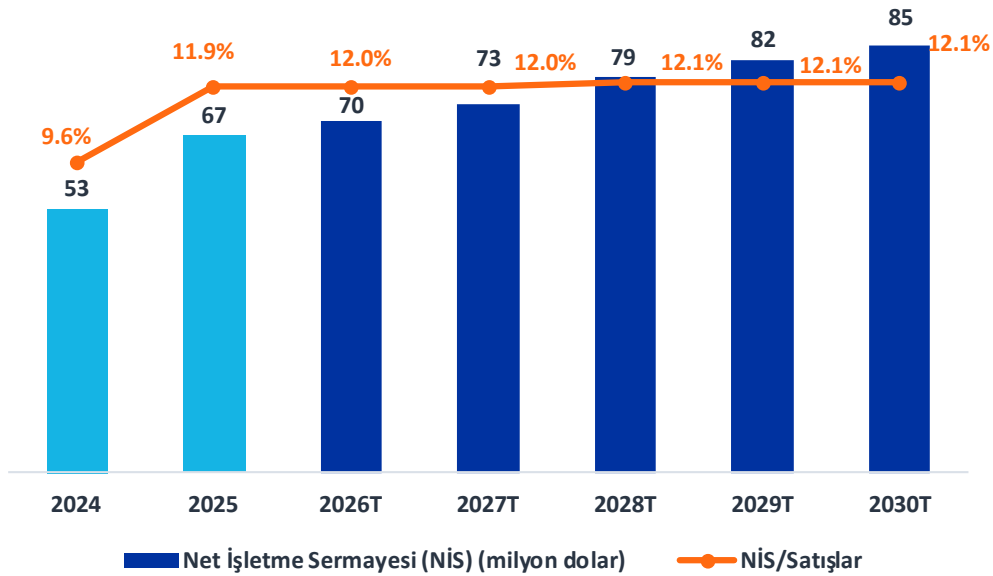


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Net İşletme Sermayesi

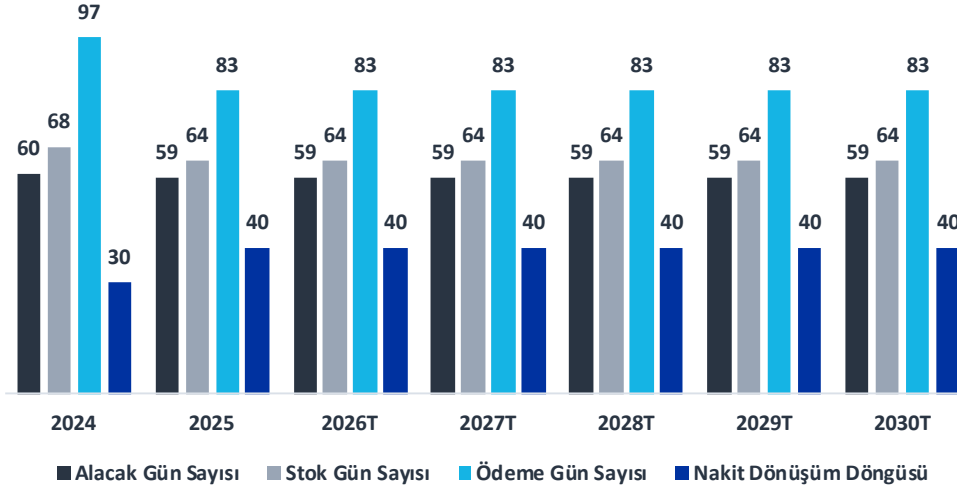
Kocaeli Çelik'in net işletme sermayesi, 2024 yılı sonundaki 53 milyon dolardan 2025 yılı sonunda 67 milyon dolara yükseldi. Şirket'in nakit dönüşüm döngüsü, borç ödeme gün sayısındaki azalma nedeniyle 30 günden 40 güne yükseldi. Nakit dönüşüm döngüsünü projeksiyon dönemi boyunca sabit tutuyoruz. Şirketin siparişe özel üretim yapması nedeniyle sektöründeki diğer oyunculara nazaran daha düşük stok gününe sahip olduğunu not ediyoruz.

Grafik: Net İşletme Sermayesi (NİS), (milyon dolar), NİS/Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik: Nakit Dönüşüm Döngüsü



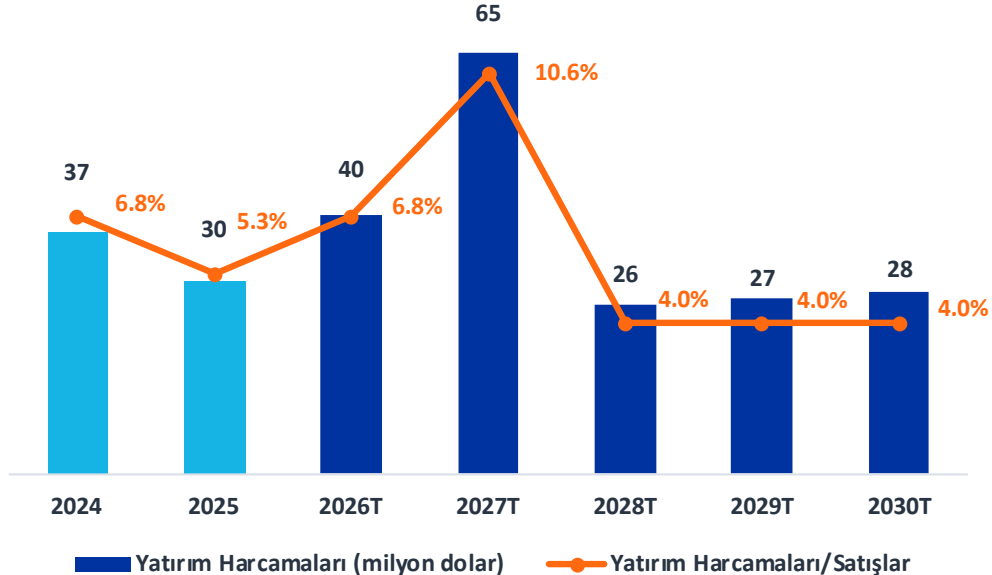
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Yatırım Harcamaları

2025 yılında Şirket'in yatırım harcamaları 30 milyon dolar (2024: 37 milyon dolar) seviyesinde gerçekleşirken, Şirket'in yatırım harcamalarının satışlara oranı 2024'teki %6,8'den %5,3'e geriledi.

Enerji yatırımları kapsamında 24 MW kapasiteli JES ve GES için yaklaşık 75 milyon dolar yatırım harcaması yapılacağını varsaydık ve bu tutarı modelimizde 2026 (25 milyon dolar) ve 2027 (50 milyon dolar) yıllarına dağıttık. Sonuç olarak, Şirket'in yenilenebilir enerji yatırımlarını göz önünde bulundurarak, 2026 ve 2027 yılları için yatırım harcamalarının sırasıyla 40 milyon dolar ve 65 milyon dolar seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Bu yıllar için Yatırım Harcamaları/Satışlar oranı beklentilerimiz sırasıyla %6,8 ve %10,6. En yüksek yatırım harcamasının olacağını varsaydığımız 2027 yılının ardından, Şirket'in yıllık bakım Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının %4,0 seviyesinde stabilize olacağını öngörüyoruz. **Baz senaryomuzdaki tahminlere 2030 Vizyonu kapsamında planlanan potansiyel yeni yatırımların dahil edilmediğini not edelim.** 2030 Vizyonu kapsamında yatırım kararı verilmesi muhtemel olan çelikhane, profil fabrikası ve enerji yatırımlarının toplam yatırım tutarının yaklaşık 750 milyon dolar seviyesinde olması öngörülmekte olup %50/%50 özkaynak-borç finansman yapısı hedeflenmektedir.

Grafik: Yatırım Harcamaları (milyon dolar), Yatırım Harcamaları/Satışlar

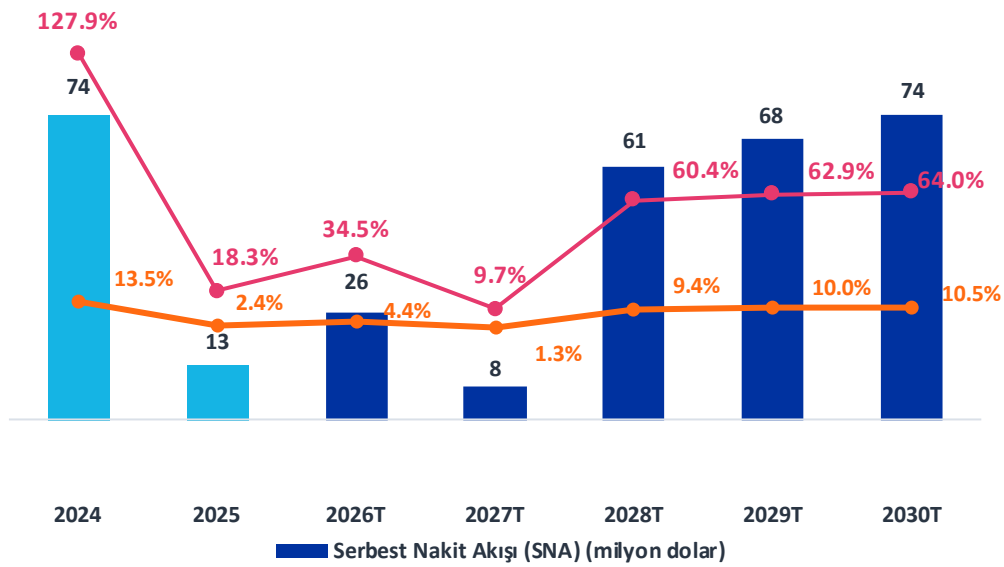


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Serbest Nakit Akışı (SNA)

Kocaeli Çelik'in serbest nakit akışı, işletme sermayesi ihtiyacındaki tek seferlik iyileşme nedeniyle 2024'te 74 milyon dolar seviyesinde gerçekleştiğinden sonra 2025'te 13 milyon dolara geriledi. 2026 yılında hafif artışla 26 milyon dolar serbest nakit akışı beklesek de 2027 yılında zirveye ulaşacak olan yatırım harcamalarının, serbest nakit akışı üzerinde bir baskı oluşturacağını ve serbest nakit akışında düşüşe yol açacağını öngörüyoruz. 2028 yılından itibaren, yatırım harcamalarının yoğunluğunun azalması ve operasyonel performansın güçlenmesi ile birlikte, serbest nakit akışında toparlanma olacağını tahmin ediyoruz. Projeksiyon dönemimizin sonuna doğru yatırım harcaması gereksinimlerinin azalması ve operasyonel marjların iyileşmesi ile desteklenerek, SNA/Satışlar'ın 2026'da %4,4 seviyesinden 2030'da %10,5'e, SNA/FAVÖK'ün ise 2026'daki %34,5 seviyesinden 2030'da %64,0'a yükseleceğini öngörüyoruz.

Grafik: Serbest Nakit Akışı (SNA) (milyon dolar), SNA/Satışlar, SNA/FAVÖK

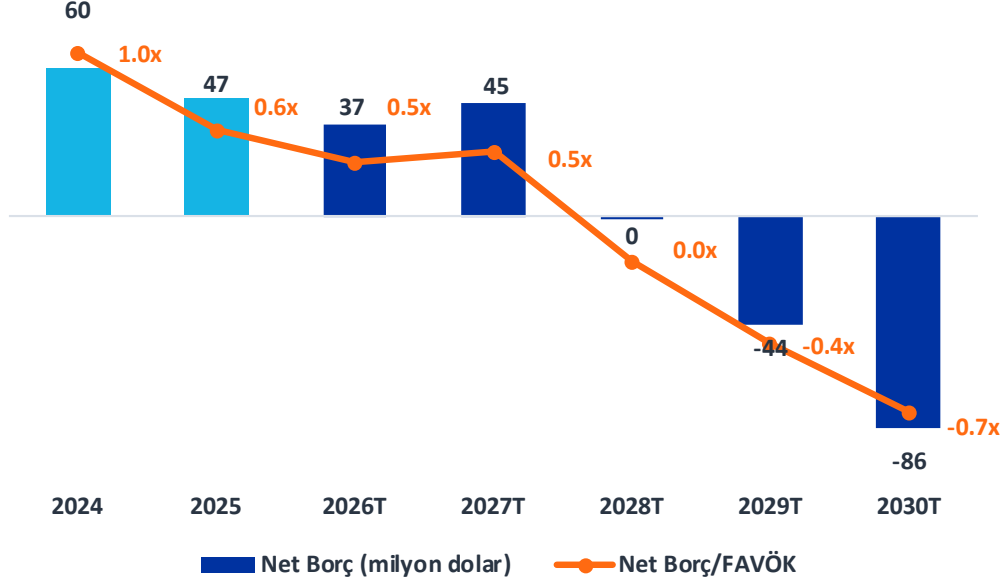


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Net Borç Pozisyonu

Şirket'in net borç pozisyonu, 2024 sonundaki 60 milyon dolar seviyesinden 2025 sonunda 47 milyon dolara gerilerken; Net Borç/FAVÖK rasyosu ise 0,65x'e iyileşmiştir. Şirket'in 2030 vizyonu kapsamındaki potansiyel yeni yatırımları modelimize dahil etmediğimiz senaryoda, net borç pozisyonunun projeksiyon dönemi boyunca yoğun yatırım beklediğimiz 2027 yılı haricinde gerilemeye devam etmesini bekleriz. Bu doğrultuda, kuvvetli operasyonel marjlar ve düşük işletme sermayesi ihtiyacının desteğiyle Şirket'in 2029 yılında net nakit pozisyonuna geçmesini ve 2030 yılında -0,7x Net Borç/FAVÖK rasyosuna ulaşmasını öngörüyoruz. Şirket 2030 Vizyonu kapsamında planladığı yatırımlar öncesinde nispeten düşük kaldıraçlı yapısıyla avantajlı bir pozisyonda bulunmakta ve yatırım kararı alındığı takdirde sürdürülebilir finansman modellerine başvurması beklenmektedir.

Grafik : Net Borç (milyon dolar), Net Borç/FAVÖK

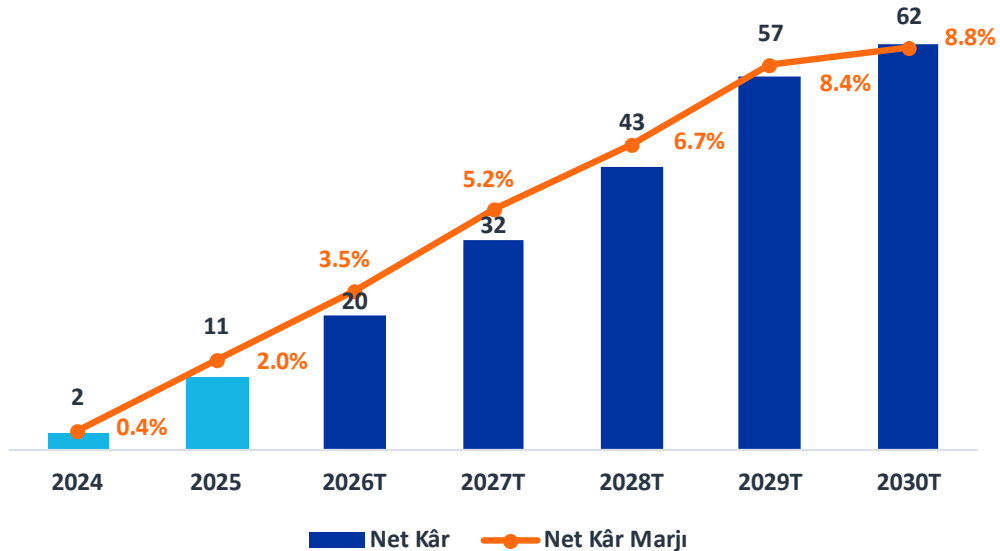


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Net Kâr

Şirket'in 2024 yılında 2 milyon dolar olan net kârı, 2025'te 11 milyon dolara ulaşırken net kâr marjı da %0,4'ten %2,0 seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde kaydedilen 1,86 milyar TL'lik net finansal giderlerin %43'ünü net faiz giderleri, %49'unu ise net kur farkı giderleri oluştururken; bu gider kaleminin 2026 yılında 1,98 milyar TL olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz. Şirketin 2024 yılında 215 milyon TL olarak raporladığı parasal kazanç kalemi, 2025 yılında 106 milyon TL seviyesine gerilemiştir. 2026 yılından itibaren makroekonomik dengelerin ve enflasyon dinamiklerinin normalleşmeye başlamasıyla birlikte, parasal kazancın kademeli olarak azalmasını bekliyoruz. Projeksiyon dönemimiz boyunca efektif vergi oranının (ertelenmiş vergi giderleri dahil) 2026-2028 yılları arasında %25, 2029-2030 yıllarında ise %20 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2026 yılında, parasal kayıplarda beklediğimiz artışa rağmen daha iyi operasyonel performansın da etkisiyle net karın 20 milyon dolara, net kâr marjının ise %2,0 seviyesinden %3,5 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Projeksiyon dönemimizin geri kalanında, katma değerli ürün oranının artması ve enerji yatırımlarının kârlılık üzerindeki pozitif yansımalarıyla birlikte, 2025'te %2,0 olan net kâr marjının 2030 yılı itibarıyla %8,8 seviyesine iyileşmesini bekliyoruz.

Grafik : Net Kâr (milyon dolar), Net Kâr Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### 1Ç26 Sonuçları

**Net karda gerileme.** Kocaeli Çelik, 1Ç26'da yıllık bazda %67 düşüşle 119 milyon TL net kar açıkladı. Net finansal giderlerdeki ve parasal kayıptaki iyileşmeye karşın; cirodaki daralma ve vergi giderlerindeki artış, net kardaki gerilemenin ana nedenleri oldu. Şirket, yıllık bazda %15 düşüşle 5.055 milyon TL gelir elde etti. FAVÖK, 1Ç26'da yıllık %16 azalarak 715 milyon TL olarak gerçekleşti. 1Ç26'da FAVÖK marjı %14,1 olurken; marjda yıllık bazda 0,3 puanlık hafif bir gerileme, çeyreklik bazda ise 0,6 puanlık bir iyileşme kaydedildi.

**Satış tonajında 1Ç25'e kıyasla %4 daralma.** 1Ç25'teki 150 bin tonluk satış hacmine karşın; devam eden jeopolitik riskler ve ticari kısıtlamaların etkisiyle satış tonajı yıllık bazda %4 gerileyerek 145 bin ton seviyesinde gerçekleşti. Mart ayı sonundaki bazı sevkiyatların ikinci çeyreğe sarkmasının bu düşüşte etkili olduğu belirtildi. Toplam satış hacmi içerisinde katma değerli ürünlerin payı ise 2025 yılındaki %43,1 seviyesinden 1Ç26 itibarıyla %46,6'ya yükseldi. Konsolide gelirlerin %62'sini yurt dışı, %34'ünü yurt içi ve %4'ünü ihracat kayıtlı satışlar oluşturdu. Yurt dışı satışların kırılımında %44 ile Kuzey Afrika ilk sırada yer alırken; bu bölgeyi Amerika kıtası (%28), Avrupa (%12), Birleşik Krallık (%7) ve Orta Doğu (%6) izledi. Amerika kıtasına yapılan satışlarda ABD payının minimal olduğu, ağırlığın kıtadaki diğer ülkelere verildiği görülmektedir.

**Korunan FAVÖK marjı.** FAVÖK marjı; operasyonel gider disiplini ve katma değerli ürün payının desteğiyle %14,1 seviyesinde geçen yıla paralel bir seyir izledi. Ton başına FAVÖK ise 1Ç25'teki 121 dolar ve 4Ç25'teki 107 dolar seviyelerine kıyasla 1Ç26'da 111 dolar olarak gerçekleşti.

**Nakit akışı.** Operasyonel nakit akışı 1Ç25'teki 1.079 milyon TL seviyesinden 1Ç26'da -1.019 milyon TL'ye gerilerken; serbest nakit akışı -890 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (1Ç25: -2.550 milyon TL). Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı, bazı sevkiyatların ertelenmesinin etkisiyle 2025 sonundaki %11,9 seviyesinden 1Ç26 sonunda %14,6'ya yükseldi; ancak önümüzdeki çeyreklerde bu oranın normalleşmesi beklenmektedir. Şirket'in net borç pozisyonu, 4Ç25 sonunda 2,21 milyar TL seviyesinden 1Ç26 sonunda 2,94 milyar TL'ye yükseldi. Net Borç/FAVÖK oranı 0,9x olarak gerçekleşti.

### Grafik: 1Ç26 Sonuçları

TL mn	Çeyreklik				
	1Ç26	1Ç25	Y/Y Δ	4Ç25	Ç/Ç Δ
<b>Ciro</b>	<b>5,055</b>	<b>5,920</b>	<b>-15%</b>	<b>6,731</b>	<b>-25%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>942</b>	<b>1,262</b>	<b>-25%</b>	<b>1,248</b>	<b>-25%</b>
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>18.6%</b>	<b>21.3%</b>	<b>-2.7ppt</b>	<b>18.5%</b>	<b>0.1ppt</b>
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>-377</b>	<b>-549</b>	<b>-31%</b>	<b>-483</b>	<b>-22%</b>
<b>Faaliyet Gideri/Ciro</b>	<b>-7.5%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>1.8ppt</b>	<b>-7.2%</b>	<b>0.0ppt</b>
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>565</b>	<b>713</b>	<b>-21%</b>	<b>765</b>	<b>-26%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>715</b>	<b>855</b>	<b>-16%</b>	<b>915</b>	<b>-22%</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.4%</b>	<b>-0.3ppt</b>	<b>13.6%</b>	<b>0.6ppt</b>
<b>Finansman Gelir (Gider), net</b>	<b>-372</b>	<b>-588</b>	<b>-37%</b>	<b>-234</b>	<b>59%</b>
<b>Parasal Kazanç (Kayıp)</b>	<b>-57</b>	<b>-206</b>	<b>-73%</b>	<b>-131</b>	<b>-57%</b>
<b>VÖK</b>	<b>277</b>	<b>386</b>	<b>-28%</b>	<b>401</b>	<b>-31%</b>
<b>VÖK Marjı</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>-1.0ppt</b>	<b>6.0%</b>	<b>-0.5ppt</b>
<b>Vergi Gelir/ Gider</b>	<b>-153</b>	<b>-29</b>	<b>429%</b>	<b>-391</b>	<b>-61%</b>
<b>Net Kar</b>	<b>119</b>	<b>356</b>	<b>-67%</b>	<b>10</b>	<b>1101%</b>
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>2.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>-3.7ppt</b>	<b>0.1%</b>	<b>2.2ppt</b>

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**SEKTÖR  
ÖZETİ****Küresel Çelik Piyasası**

Küresel ham çelik üretimi 2025 yılında 2024 yılına kıyasla %2,0 oranında gerileyerek 1.804 milyon tona geriledi. Bu daralmanın temel nedeni Çin'deki belirgin yavaşlamadır; Çin'in üretimi, inatçı gayrimenkul sorunları ve politika güdümlü kapasite kısıtlamaları nedeniyle %4,4'lük sert bir düşüşle 961 milyon tona geriledi ve 1 milyar ton eşiğinin altına indi. Zayıf iç talebe karşın devlet sübvansiyonlarıyla desteklenen Çinli üreticiler, düşük marjlarla da olsa üretime devam ederek ihracatı 2025 yılında tüm zamanların en yüksek seviyesi olan yaklaşık 119 milyon tona taşıdı; bu durum Asya ve Karadeniz bölgesindeki fiyatları baskılayan başlıca etken oldu. Bunun tam tersine Hindistan, büyük üreticiler arasındaki en hızlı büyüyen konumunu pekiştirerek üretimini %10,4 artırdı ve 2025 yılında 165 milyon tona ulaştı. Amerika Birleşik Devletleri de destekleyici sanayi politikaları ve koruma önlemlerinin katkısıyla yıllık bazda %3,1 büyüyerek 82 milyon tona ulaştı.

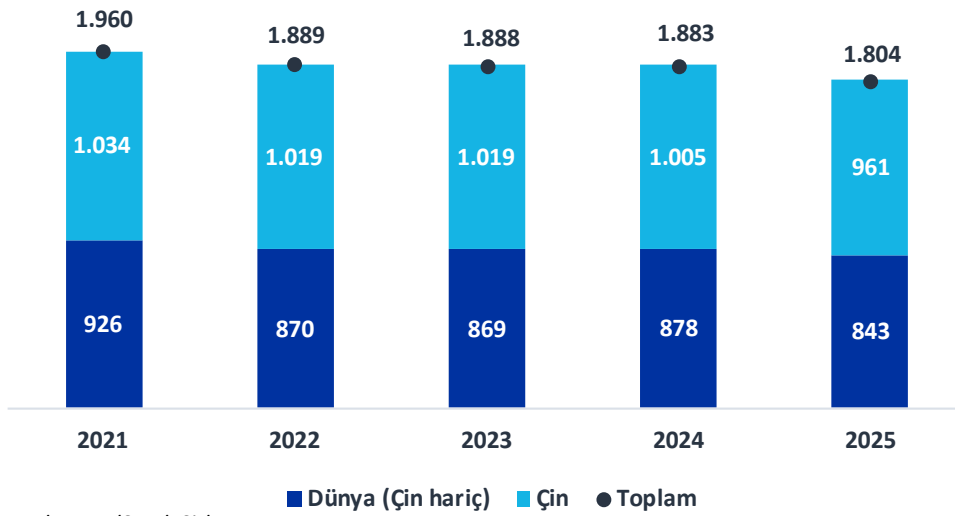
Küresel imalat sanayi, sıkı para politikaları, düşen satın alma gücü, yüksek enerji maliyetleri ve jeopolitik belirsizlikler nedeniyle baskı altında kalmaya devam etti. Tırmanan ticaret gerilimleri, başta makine ve otomotiv olmak üzere çelik yoğun ürün ihracatına bağımlı ekonomilerde talebi olumsuz etkilerken, jeopolitik gerilimler kilit pazarlarda yatırımcı ve tüketici güvenini zayıflatmaktadır. Üretim kapasitesi ile fiili talep arasındaki makas, küresel çelik değer zincirinde fiyatlar ve marjlar üzerinde baskı yaratan yapısal kapasite fazlasını gözler önüne sermeye devam etmektedir. Worldsteel'in son Kısa Vadeli Görünüm raporuna (Nisan 2026) göre, 2022'den bu yana daralan küresel çelik talebi 2025-2026 döneminde dip yapmakta olup 2026'da %0,3 büyümeyle 1.724 milyon tona, 2027'de ise %2,2 büyümeyle 1.762 milyon tona ulaşması öngörülmektedir; bu toparlanmanın altyapı harcamalarının sürmesi ve finansman koşullarındaki gevşemeyle desteklenmesi beklenmektedir.

Talepteki toparlanmanın öncülerinin Hindistan, gelişmekte olan Asya ve Afrika ekonomileri olması beklenmekte olup bu bölgelerde altyapı yatırımları ve artan kentleşme yapısal destek sağlamaktadır. Çin hariç küresel çelik talebinin 2027'de %4,0 büyümesi öngörülmekte olup bu oran son dönemde nadiren görülen bir seviyeye işaret etmektedir. Gelişmiş piyasalarda çelik talebi 2025'te %0,2 büyüyerek üç yıllık düşüş serisini sonlandırmış olup 2026'da %1,0, 2027'de %2,3 büyüme beklenmektedir; AB+İngiltere bölgesinde artan altyapı ve savunma harcamalarının desteğiyle 2026'da %1,3, 2027'de %3,0 büyüme öngörülmürken, ABD'de teknoloji destekli özel sektör yatırımları ve kamu altyapı harcamalarıyla 2026'da %1,7, 2027'de %2,0 büyüme beklenmektedir. Çin'de konut piyasasındaki düzeltmenin dip seviyeye yaklaşmasıyla çelik talebindeki daralmanın 2026'da -%1,5'e daralması, 2027'de ise talebin yatay seyretmesi beklenmektedir. Ancak sertleşen küresel ticaret ortamı önemli bir aşağı yönlü risk olmaya devam ederken, süregelen Orta Doğu çatışması özellikle yapısal enerji hassasiyeti yüksek bölgeler için önemli aşağı yönlü revizyonları gerektirebilecektir.

Fiyatlar cephesinde, sübvansiyonlar ve gümrük duvarlarının yoğunlaşmasıyla birlikte bölgesel farklılaşmalar giderek belirginleşmektedir. Avrupa'da çelik fiyatları 2025 yılında yaklaşık %25 artış kaydetti; bu yükselişin ardında 1 Ocak 2026 itibarıyla SKDM mali yükümlülüklerinin başlaması ve 1 Temmuz 2026'dan itibaren çelik ithalat kotalarının yaklaşık %45 daraltılmasıyla kota aşımı durumunda uygulanan gümrük vergisinin %25'ten %50'ye çıkarılması kararı yatmaktadır. ABD'de ise çelik fiyatları 2025 yılında yaklaşık %33 artış gösterdi; bu artışın temel nedeni, 2018'den bu yana %25 oranında yalnızca Türkiye gibi sınırlı sayıda ülkeyi kapsayan Section 232 gümrük vergilerinin 2025 itibarıyla tüm ithalatı kapsayacak biçimde genelleştirilmesi ve %50'ye yükseltilmesidir. Bu durum rekabet koşullarını tüm aktörler için eşitlemiş olsa da sektörü çok daha yüksek maliyetli bir dengede buluşturmuştur.

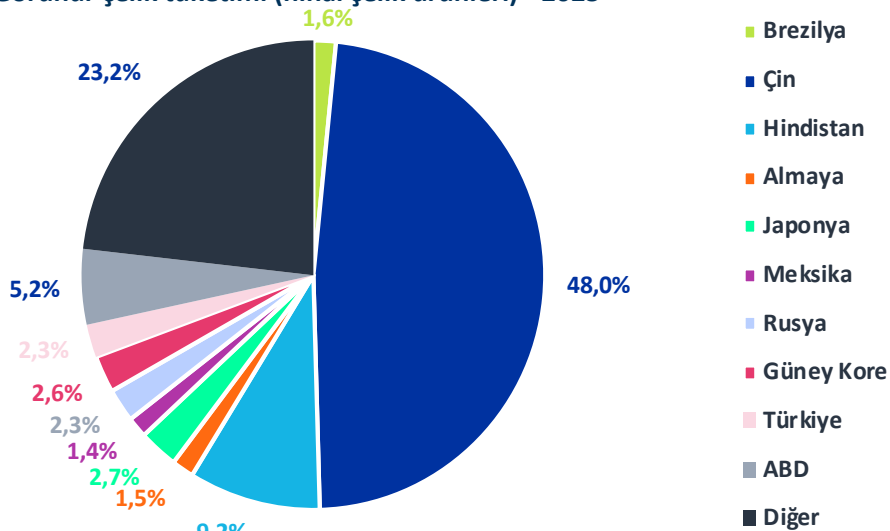
İran-İsrail-ABD Savaşı ve buna bağlı Hürmüz Boğazı'nın kapanma riski, zaten kırılabilir olan talep görünümüne ek bir belirsizlik katmanı eklemektedir; ancak bu risklerin küresel çelik piyasalarına yansımaları kanalı dolaylı niteliktedir. Ham petrol, LNG veya petrokimya ürünlerinin aksine, Hürmüz Boğazı üzerinden gerçekleştirilen çelik ticaret akışları oldukça sınırlı olduğundan, boğazın fiilen kapanması çelik tedarik zincirleri açısından doğrudan sonuçlar yaratmaz. Daha önemli riskler ikincil niteliktedir. Uzun soluklu bir çatışma, yükselen enerji fiyatları kanalıyla geniş çaplı enflasyonist baskı yaratarak çelik üreticilerinin maliyet yapılarını zorlayacak ve ithal enerjiye bağımlı üreticilerin zaten dar olan marjlarını daha da sıkıştıracaktır. MENA bölgesinde tüketici ve iş dünyası güveninin zayıflaması, altyapı harcamalarını erteleterek küresel talep toparlanmasının dayandığı birkaç yapıcı destekten birini daha da kırılabilir hale getirebilir. Daha geniş bir perspektiften bakıldığında, petrol fiyatlarının uzun süre yüksek seyretmesi, gelişmiş ekonomilerde halihazırda var olan stagflasyonist baskıları pekiştirerek imalat faaliyetlerini ve dolayısıyla çelik tüketimini olumsuz etkileyecektir. Talep etkilerinin ötesinde, bölgesel gerginliklerin tırmanması Orta Doğu'ya uğrayan güzergahlarda savaş riski sigorta primlerini ve navlun maliyetlerini önemli ölçüde artırarak kargo sahiplerini coğrafi açıdan daha yakın tedarikçilere yönelmeye teşvik edebilir ve çatışma öncesinde zaten başlamış olan çelik ticaret akışlarının bölgeselleşme eğilimini hızlandırabilir. Tüm bu değerlendirmeler ışığında, Hürmüz riski çelik ticaretini doğrudan tehdit etmemekle birlikte, piyasanın 2026 için fiyatladığı kısmi talep toparlanmasının dayandığı koşulları aşındırma potansiyeli taşımaktadır.

Grafik: Küresel Ham Çelik Üretimi (Milyon Ton)



Kaynak: WorldSteel, Şirket

Grafik: Görünür çelik tüketimi (nihai çelik ürünleri) - 2025



Kaynak: SRO October 2025, WorldSteel

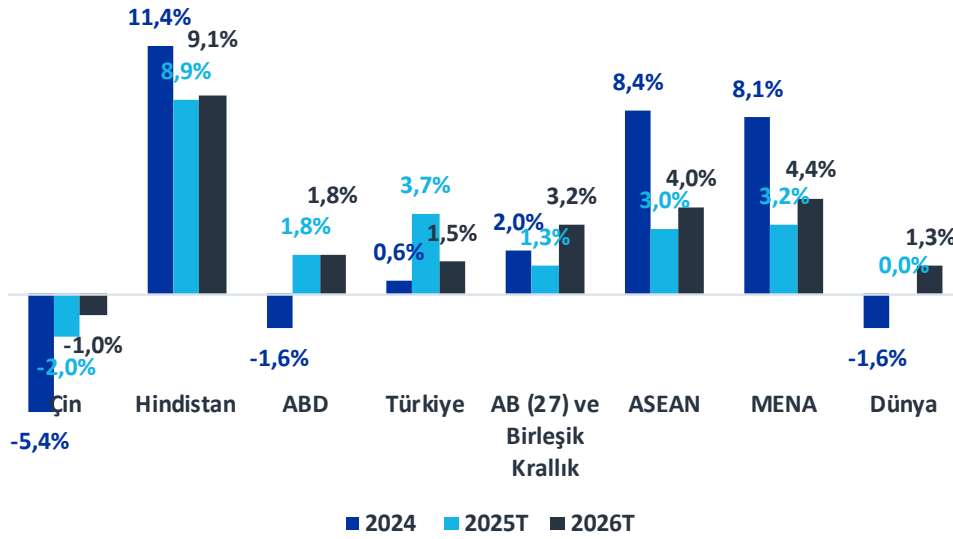
Tablo: En Çok Ham Çelik Üreten İlk 10 Ülke (Mt), 2025

	2025, Mt	Yıllık Değişim
Çin	960,8	-4,4%
Hindistan	164,9	10,4%
Amerika Birleşik Devletleri	82,0	3,1%
Japonya	80,7	-4,0%
Rusya (t)	67,8	-4,5%
Güney Kore	61,9	-2,8%
Türkiye	38,1	3,3%
Almanya	34,1	-8,6%
Brezilya	33,3	-1,6%
İran (t)	31,8	1,4%

Kaynak: WorldSteel

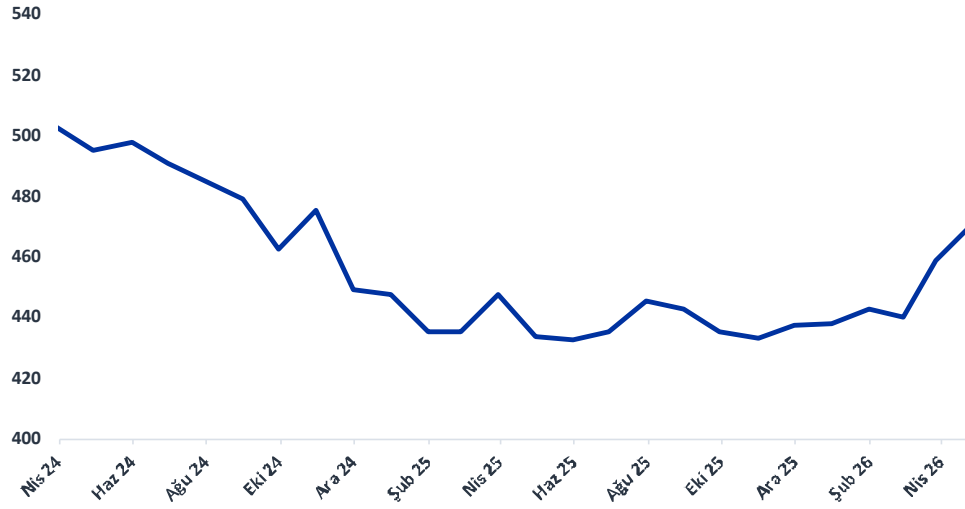
\*t—Tahmini

Grafik: Bölgelere Göre Bitmiş Çelik Tüketimi (Yıllık Artış)



Kaynak: SRO October 2025, WorldSteel

Grafik: Karadeniz Çelik Kütük Spot FOB



Kaynak: Bloomberg

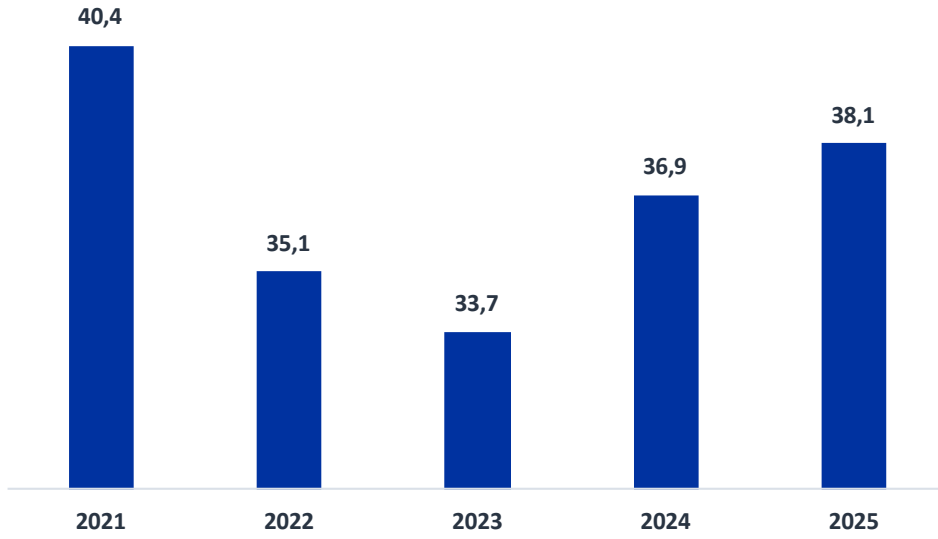
## Türkiye Çelik Sektörü

Makroekonomik istikrarsızlık, dalgalı küresel talep ve 2023 depremlerinin yıkıcı etkisiyle geçen iki yıllık durgunluğun ardından Türk çelik sektörü 2024 yılında güçlü bir toparlanma kaydetti. 2024'teki %9,4'lük büyümenin üzerine inşa edilen momentum, 2025 yılında da sürdü ve ham çelik üretimi yıllık bazda %3,3 artışla 38,1 milyon tona yükseldi. Bu performans Türkiye'nin Almanya'nın önünde Avrupa'nın en büyük çelik üreticisi konumunu pekiştirmesini ve küresel sıralamada 7. basamağa tırmanmasını sağladı. 2025 yılında ham çelik üretiminin %72,2'si elektrik ark fırınlarıyla (EAF), %27,8'i ise entegre tesisler (BOF) üzerinden gerçekleştirildi. İçeride deprem sonrası yeniden yapılanma faaliyetleri, kentsel dönüşüm programları ve güçlü konut satışları; dışarıda ise komşu ekonomilerdeki hızlanan altyapı yatırımları ve imalat sanayisindeki toparlanma talebi destekledi.

2022 ve 2023 yıllarında belirgin biçimde gerileyen ve 2024'te güçlü toparlanma kaydeden çelik ihracatı, 2025 yılında miktar bazında %12,5 artışla 15,1 milyon tona, değer bazında ise %4,3 artışla 10,2 milyar dolara ulaştı. Hacim ve değer büyümesi arasındaki makas, gerileyen çelik fiyatlarının ve yoğunlaşan rekabetin kârlılık artışını sınırladığına işaret etmektedir. Avrupa'nın ihracat gelirlerindeki payı, yatırım kaynaklı ticaret yönlendirmesi, navlun maliyet avantajı, bölgesel fiyatlama üstünlüğü ve 2Y26'da yürürlüğe girecek AB koruma önlemleri öncesinde öne çekilen satışların desteğiyle belirgin biçimde yükseldi. İhracatın ithalatı karşılama oranı 2024'teki %74 seviyesinden 2025'te %78'e iyileşti.

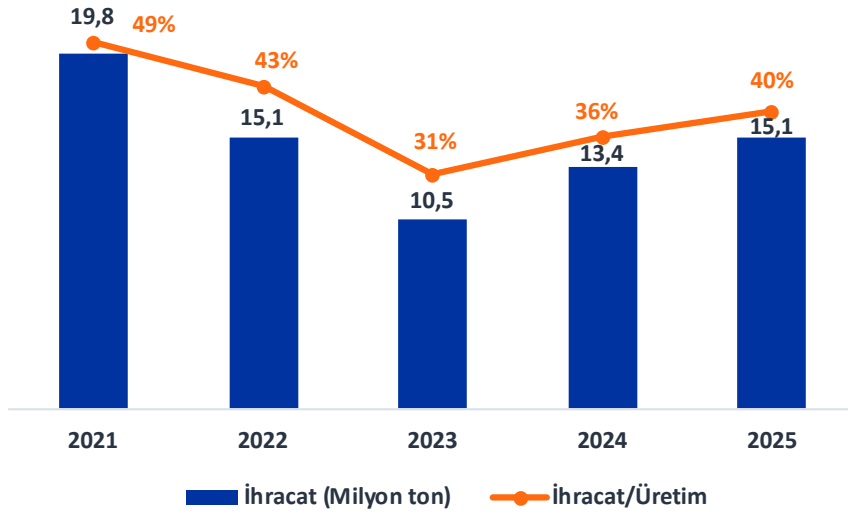
İthalat tarafında, çelik ithalatı 2025 yılında miktar bazında %11,8 artışla 17,4 milyon tona, değer bazında ise %0,9 artışla 12,1 milyar dolara yükseldi. Rusya'dan yapılan ithalat yıllık bazda %37,9 artışla 4,5 milyon tona, Çin'den yapılan ithalat ise %13,3 artışla 4,2 milyon tona ulaştı; her iki ülke de ABD ve AB pazarlarına yönelik hacimlerini alternatif pazarlara yönlendirdi. 2024 yılında filmaşın ve sıcak haddelenmiş saca uygulanan dampinge karşı vergiler ithalat ivmesini kıramadı; ek vergilerden muaf tutulan Dahilde İşleme Rejimi (DİR) kapsamındaki ithalatın payının arttığı gözlemlendi. Ticaret Bakanlığı bu gelişmeye karşılık olarak Eylül 2025'te DİR düzenlemelerini revize ederek Dahilde İşleme İzin Belgesi sürelerini kısalttı ve ihracata konu ürünlerin üretiminde kullanılan girdilerde en az %25 yerli tedarik zorunluluğu getirdi. Bu düzenlemelerin 2025 yılında ürün fiyatları ve ithalat hacimleri üzerindeki fiili etkisi sınırlı kaldı. Ham çelik üretim kapasitesinin 2025 yılında 61,9 milyon tona ulaşmasına karşın kapasite kullanım oranının yalnızca %61,6 seviyesinde kalmasıyla tescillenen yapısal kapasite fazlası, Türk uzun ürünler sektörünün güçlü ihracat yönelimini desteklemeye devam etmekte olup yıl içinde toplam üretimin yaklaşık %40'ı uluslararası pazarlara yönlendirildi.

Grafik: Türkiye'nin 2025 Yılı Çelik Üretimi (Milyon Ton)



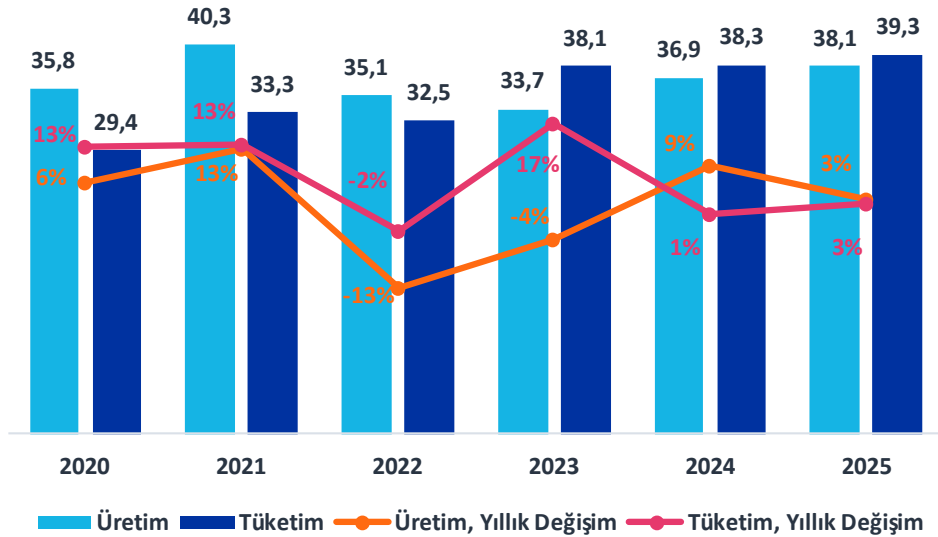
Kaynak: TSPA, Şirket

Grafik: Türkiye'nin Çelik İhracatı (Milyon Ton) ve 2025 Yılında İhracat/Üretim Oranı



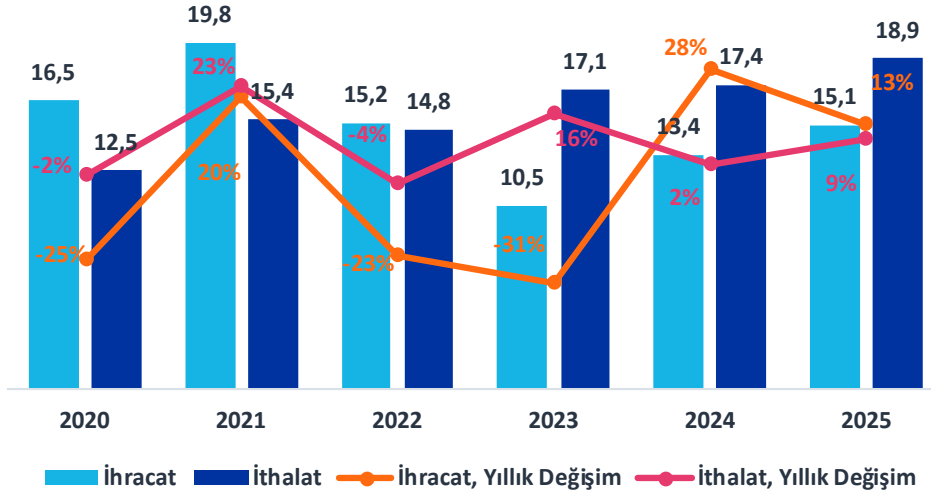
Kaynak: TSPA, Şirket

Grafik: Türkiye'nin Ham Çelik Üretimi ve Tüketimi (2020-2025)



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

Grafik: Türkiye'nin Ham Çelik İhracatı ve İthalatı (2020-2025)



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

Türkiye çelik sektörü, uzun ürünlerde yurt içi kapasitenin talebi önemli ölçüde aştığı ve güçlü ihracat yöneliminin yapısal bir zorunluluk haline geldiği bir konumdayken, yassı ürünlerde ise kronik bir arz açığı yaşamakta ve bu açığı ağırlıklı olarak ithalatla karşılamaktadır. 2025 yılında uzun-yassı mamul üretim paylarında kayda değer bir değişim yaşanmadı. Yassı çelik fiyatlarının yurt içi fiyatlamada uzun ürünlerden negatif ayrışması, 1Ç23'ten bu yana süregelen bir trend olup bu durumun başlıca nedenini ağırlıklı olarak Çinli ve Rus üreticiler tarafından doldurulan yapısal ithalat açığı oluşturmaktadır. Konstrüksiyon sektörünün imalat sanayisine kıyasla daha güçlü seyretmesi de bu fiyat ayrışmasında belirleyici rol oynadı. Ürün makasları 2025'in büyük bölümünde görece istikrarlı seyrini korurken, yıl sonuna doğru artan hammadde maliyetleri spot marjları daralttı.

Öte yandan worldsteel, Türkiye'nin nihai çelik talebinin 2025'teki %2,6'lık artışın ardından 2026'da %5,0 büyümesini öngörmektedir. Büyüme seyrinin bu tahminle büyük ölçüde örtüşeceğini öngörüyoruz. Deprem sonrası yeniden yapılanma faaliyetleri talebi desteklemeyi sürdüreceği olsa da marjinal katkısının zamanla azalması beklenmekte; kentsel dönüşüm faaliyetlerinin ise sektör için istikrarlı bir talep kaynağı olmayı sürdürmesi öngörülmektedir. İnşaat dışında, enflasyon ve faiz oranlarındaki beklenen düşüşün desteğiyle otomotiv, beyaz eşya, makine ve genel mühendislik gibi imalat yoğun nihai pazarlardan gelen çelik talebinin kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz. Arz tarafında ise komşu ülkelerdeki yeniden yapılanma faaliyetlerinden kaynaklanabilecek kütük talebi ve alınabilecek ilave koruma önlemleri üretim hacimleri açısından yukarı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Savaş sonrası dönemde ithalattaki düşüş eğilimi ve revize Dahilde İşleme Rejimi (DİR) düzenlemelerinin pozitif etkisi, yılbaşından bu yana yurt içi çelik fiyatlarında 40-60 dolar/ton artışa katkıda bulunmuştur.

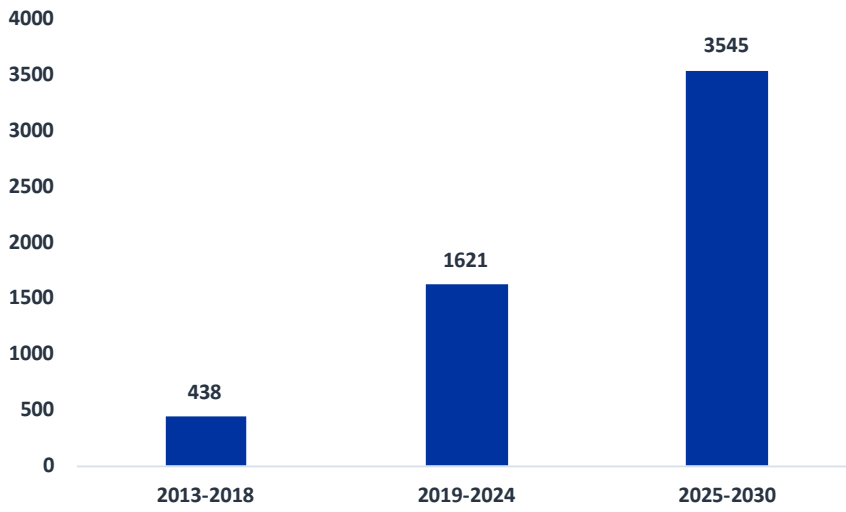
Görünümüne ilişkin başlıca aşağı yönlü riskler ticaret ve düzenleyici başlıklar etrafında yoğunlaşmaktadır. 1 Temmuz 2026'da yürürlüğe girecek AB'nin yeni koruma önlemleri ve SKDM kapsamının genişletilmesi, Türkiye'nin en büyük ihracat pazarına yönelik çelik satışları açısından belirsizlik yaratmaktadır; bununla birlikte sektörün EAF ağırlıklı üretim yapısı, gömülü emisyon kriterleri bakımından Çin ve Hindistan gibi BOF ağırlıklı rakiplere karşı görece bir avantaj sunmaktadır. Öte yandan EAF üreticilerinin BOF üreticilerine kıyasla daha düşük mutlak marjlarla çalıştığını ve bu nedenle ilave maliyet baskısına karşı daha kırılabilir bir konumda olduklarını vurgulamak gerekir. SKDM kaynaklı maliyetlerin pratikte yalnızca ihracatçı üzerinde değil; ihracatçı, ithalatçı ve nihai tüketici arasında paylaşılacağı daha gerçekçi bir senaryo olarak öne çıkmakla birlikte, paylaşım mekanizmasının kesin çerçevesi müzakereler aracılığıyla şekillenmeye devam etmektedir. İthalat cephesinde, Çin ve Rusya kaynaklı fiyat baskısının sürmesi ve yassı ürünlerde ithalat penetrasyonunun yüksek seyri, yurt içi rekabet koşullarını zorlamayı sürdürmesi kuvvetle muhtemeldir. İlave bir risk unsuru olarak, ABD ve AB pazarlarına erişimi daralan ülkelerin Türkiye'nin ihracat stratejisi açısından da kritik öneme sahip olan Afrika ve Orta Doğu'ya yönelmesi, bu bölgelerdeki rekabet ortamını önemli ölçüde yoğunlaştırabilir. AB koruma rejimi değişikliği öncesinde öne çekilen satışların desteğiyle 1Y26'da ihracatın güçlü seyrini sürdürmesini bekliyoruz. Revize DİR çerçevesinin daha kapsamlı biçimde uygulamaya girmesi, ilave koruma önlemleri ve Türkiye'nin AB kota tahsisatlarında olumlu bir sonuç elde etmesi, projeksiyon dönemimiz boyunca ihracatın ithalatı karşılama oranını yukarı taşıyabilir.

Çelik profiller, inşaat demiri, filmaşın, ticari çubuk ve ray ile birlikte uzun ürünler kategorisinin ayrı bir alt segmentini oluşturmaktadır. Tüm uzun ürünler, yassı haddelenmiş yarı mamullerden değil; sıcak haddeleme yoluyla yarı mamul kütüklerden üretilme ortak özelliğini paylaşmakla birlikte, profil işleyiciler bu grupta mühendislik karmaşıklığı, boyutsal hassasiyet ve müşteri talebine özel kesit üretimindeki özelleştirme kabiliyetleri sayesinde farklılaşmış bir konuma sahiptir. Segmentin temel hammaddesi çelik kütük olup merkezi kârlılık göstergesi dönüşüm makasıdır; bu makas, nihai profilin satış fiyatı ile girdi kütüğün maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Hammadde maliyetleri toplam maliyet yapısının en büyük bileşenini oluştururken; bunu enerji ve işçilik maliyetleri izlemekte olup her birinin görece ağırlığı ürün karmaşıklığına ve katma değerli işlem yoğunluğuna göre farklılık göstermektedir. Entegre çelik üreticilerinin aksine, profil işleyiciler hem çelik üretimiyle ilişkili sermaye yoğunluğuna ve emtia riskine maruz kalmamakta; marj profilleri ise kütüğe kattıkları mühendislik, özelleştirme ve işleme değeri tarafından belirlenmektedir.

Makas dinamiği birkaç temel faktörün etkisi altındadır: ürün karması (mühendislik gerektiren katma değerli profiller, standart yapısal kesitlere kıyasla daha geniş makas sağılar), nihai pazar talep koşulları, ihracat pazarları arasındaki coğrafi fiyat farklılıkları ve her ürün kategorisindeki rekabet yoğunluğu. Satış karmasında katma değerli ürün payı yüksek olan işleyiciler, yapısal olarak daha geniş ve daha az oynak makaslara sahip olup bu durum marjlarını kütük fiyatı döngüselliğine karşı kısmen korumaktadır. Türkiye, EAF ağırlıklı üretim yapısı, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika pazarları arasındaki stratejik coğrafi konumu ve Ege ile Akdeniz kıyılarındaki gelişmiş liman altyapısı sayesinde tarihsel olarak küresel uzun ürün üretiminin en önemli merkezlerinden biri olma konumunu sürdürmektedir.

**Nihai Pazar Analizi: Güneş Enerjisi Altyapısı**

Güneş fotovoltaik sektörü, küresel ölçekte özel çelik profil talebinin en önemli yapısal büyüme motoru konumundadır. 2024 yılında küresel güneş paneli kurulumları yaklaşık 597 GW'lık rekor yeni kapasite ekleyerek kümülatif kurulu kapasiteyi 2,2 TW'ın üzerine taşıdı. Çin yaklaşık 329 GW'lık yeni kurulumla küresel toplamın yaklaşık %55'ini oluştururken; ABD 50 GW (+%54 yıllık), Hindistan ise 30,7 GW kurulum gerçekleştirdi. IEA, küresel yenilenebilir enerji kapasitesinin 2030 yılına kadar iki katına çıkacağını ve Çin, AB ve Japonya'nın birleşik enerji üretim kapasitesine eşdeğer bir büyüklük olan 4.600 GW ilave edileceğini öngörmektedir. Güneş panelleri bu büyümenin başlıca motoru olup tüm yenilenebilir enerji eklemelerinin yaklaşık %80'ini oluşturmakta; yıllık kurulumların 2025 yılında 600 GW'a yaklaşması ve 2030'da 700 GW'a yükselmesi beklenmektedir.

**Grafik: Güneş Paneli Kapasite Eklemeleri (GW)**

Kaynak: IEA tahminleri

Çelik profil üreticileri açısından bu tablonun önemi doğrudandır: Arazi tipi büyük ölçekli güneş paneli tesisleri, önemli miktarda özel galvanizli çelik montaj yapısı gerektirmektedir. Bu ürün kategorisi, yüksek marjlı ve mühendislik yoğun bir nitelik taşımakta; özel tasarım mühendisliği, rüzgar ve kar yüküne karşı yapısal hesaplamalar ve sıkı galvanizasyon sertifikasyonları gibi ciddi giriş engelleri içermektedir. Bu talebin ihracata yönelik yapısı, projelerin Amerika, MENA, Avrupa ve Asya'ya dağılmış olması, Kocaeli Çelik'in Aliağa'daki tek bir entegre üretim üssünden 140'tan fazla ülkeye hizmet veren çeşitlendirilmiş üretim platformuyla örtüşmektedir.

**Nihai Pazar Analizi: Madencilik, Enerji Nakli ve İnşaat**

Küresel madencilik sektörü, elektrifikasyon ve batarya tedarik zincirleri için kritik öneme sahip madenlere yönelik uzun vadeli talep büyümesiyle desteklenmekte; yeraltı madenciliği ve tünel açma operasyonları, aşırı yük koşullarına dayanacak biçimde mühendislenmiş yüksek mukavemetli çelik takviye profilleri gerektirmektedir. Büyük madencilik şirketleri geçiş minerali arzını güvence altına almak amacıyla yatırımlarını artırdıkça küresel madencilik sermaye harcamaları yükseliş trendine girmiştir. Madencilik kalitesinde çelik profil pazarı, yüksek teknik giriş engelleri, sıkı kalite sertifikasyonları ve proje bazlı tedarik döngüleriyle karakterize olup standart çeliğe kıyasla primli fiyatlanmaktadır.

Enerji iletim altyapısı bir diğer büyüme dikeyi olarak öne çıkmaktadır. IEA, şebeke altyapısını küresel enerji dönüşümünün hızını kısıtlayan en kritik dar boğazlardan biri olarak tanımlamaktadır; iletim hattı kule bileşenleri ve yapısal destekler, dünya genelinde şebeke genişletme ve modernizasyon programları için vazgeçilmez niteliktedir. ABD Enflasyonu Azaltma Yasası ve AB Yeşil Mutabakat Sanayi Planı dahil pek çok ulusal ve bölgesel program, iletim şebekesinin genişletilmesine yönelik kayda değer sermaye ayırmaktadır.

Yapısal çelik konstrüksiyon, çelik profil talebinin hacim bazında önemli bir son pazarı olmaya devam etmektedir. Geleneksel betonarme yöntemlerine kıyasla daha hızlı inşaat süreleri, hafiflik ve tasarım esnekliği sunan yapısal çelik kullanımı, özellikle endüstriyel tesisler, lojistik merkezleri, ticari yapılar ve veri merkezleri gibi büyük ölçekli projelerde giderek yaygınlaşmaktadır. Körfez ülkelerindeki inşaat programları bu segmentte yapısal büyüme desteği sağlarken, yapay zeka veri merkezi altyapısının hızla büyümesi, önemli güç kapasitesi ve özel şebeke bağlantısı gerektirmesiyle hem enerji iletim profilleri hem de yapısal çelik kesitler için ek bir talep kaynağı olarak belirginleşmektedir.

### Ticaret Politikaları ve Düzenleyici Çerçeveler

#### ABD: Madde 232 Gümrük Vergileri

Türk çelik ihracatçılarının karşı karşıya olduğu ticaret politikası ortamı son yıllarda köklü bir dönüşüm geçirmiş; dünyanın en büyük iki ithalat pazarındaki korumacı önlemler hem zorluklar hem de yapısal fırsatlar yaratmıştır. ABD'de çelik fiyatları 2025 yılında yaklaşık %33 artış kaydetti; bu artışın temel nedeni, 2018'den bu yana %25 olarak uygulanan ve başlangıçta yalnızca Türkiye dahil sınırlı sayıda ülkeyi kapsayan Madde 232 gümrük vergilerinin tüm ithalatı kapsayacak biçimde %50'ye yükseltilmesidir. Böylece öncesinde Türkiye ve birkaç ülkeye özgü bir koruma mekanizması olan bu uygulama küresel bir rejime dönüşmüş oldu. Tarife rejimi, Ağustos 2025 itibarıyla %50 vergiye tabi tutulan 400'den fazla ilave çelik ve alüminyum türev ürün koduyla daha da genişletildi; yalnızca Birleşik Krallık'tan yapılan ithalat, ABD-İngiltere Ekonomik Refah Anlaşması çerçevesinde %25'lik indirimli orana tabi tutulmaktadır. Türk çelik ihracatçıları açısından %50'lik tarife, küresel ölçekteki en büyük çelik ithalat pazarlarından birine erişimde ciddi bir engel oluşturmakta ve ihracatın alternatif destinasyonlara yönlendirilmesini zorunlu kılmaktadır.

#### AB: Koruma Önlemleri ve SKDM

Avrupa'da düzenleyici ortam iki paralel ekseninde gelişmektedir. Koruma önlemleri cephesinde AB, 1 Temmuz 2026 itibarıyla çelik ithalat kotalarını yaklaşık %45 oranında daraltmaya ve kota aşımı durumundaki gümrük vergisini %25'ten %50'ye çıkarmaya karar verdi. 2026'da yeni rejimin yürürlüğe girmesi öncesinde öne çekilen satışların desteğiyle Türkiye'nin AB'ye çelik ihracatının 2026'da güçlü seyrini korumasını bekliyoruz. AB aynı zamanda Türkiye'nin en önemli çelik ihracat pazarı konumunda olup 2024 yılında Türkiye'nin toplam ihracatının %41'ini oluşturan 6,8 milyon ton çeliği bünyesine çekmiştir; bu durum, AB ticaret çerçevesindeki her türlü değişimin Türk sektörü açısından taşıdığı önemi göstermektedir.

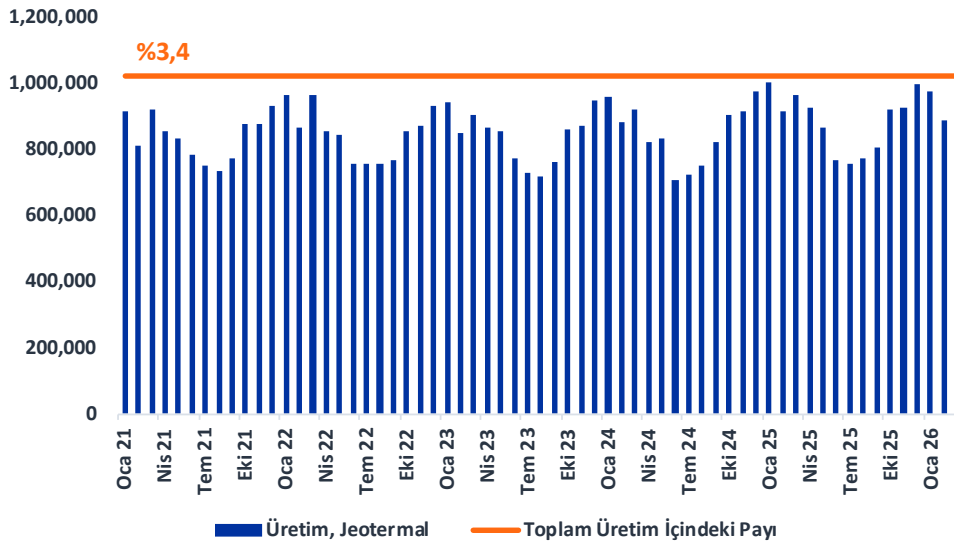
Karbon politikası cephesinde ise AB'nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM), üç yıllık geçiş raporlama döneminin ardından 1 Ocak 2026 itibarıyla asıl uygulama aşamasına girdi. 2026'dan itibaren AB'ye demir-çelik ürünleri ithal eden işletmeler, ithal ettikleri ürünlerin gömülü karbon emisyonlarına karşılık gelen SKDM sertifikası satın almak ve teslim etmekle yükümlü olacak; sertifika fiyatları AB ETS allowance fiyatlarıyla bağlantılı olacaktır. AB içi üreticilere sağlanan ücretsiz tahsisat 2026-2034 yılları arasında kademeli olarak azaltılacak ve bu durum SKDM üzerinden uygulanan etkin karbon maliyetini giderek arttıracaktır. Türk çelik üreticileri açısından değerlendirildiğinde, Türkiye'nin ham çelik üretiminin yaklaşık %73'ünü karşılayan EAF ağırlıklı üretim yapısı, EAF'nin belirgin biçimde daha düşük karbon yoğunluğu sayesinde Çin ve Hindistan gibi BOF ağırlıklı rakiplere karşı görece bir avantaj sunmaktadır. Bununla birlikte EAF üreticilerinin yapısal olarak BOF üreticilerinden daha düşük marjlarla faaliyet gösterdiği ve dolayısıyla ilave maliyet baskısına karşı daha hassas olduğu göz ardı edilmemelidir. SKDM kaynaklı maliyetlerin pratikte yalnızca ihracatçı üzerinde değil; ihracatçı, ithalatçı ve nihai tüketici arasında paylaşılacağı daha gerçekçi bir senaryo olarak öne çıkmakla birlikte, paylaşım mekanizmasının kesin çerçevesi müzakereler aracılığıyla şekillenmeye devam etmektedir. Profil işleyiciler özelinde kritik değerlendirme olarak şunu belirtmek gerekir: Pratik açıdan değerlendirildiğinde, resmi SKDM yükümlülüğü profil işleyici üzerinde değil AB'li ithalatçı üzerinde olacak; ancak bu maliyet nihayetinde tedarik zincirine yansıtılacak ve nihai ürünün gömülü SKDM maliyetini doğrudan belirleyecek olan hammadde tedarikçisinin emisyon profili belirleyici unsur haline gelecektir.

## Jeotermal Enerji

IEA'nın Jeotermal Enerjinin Geleceği raporuna göre, jeotermal enerji 2050 yılına kadar küresel elektrik talebindeki büyümenin %15'ini karşılama potansiyeline sahiptir. Güneş ve rüzgar gibi kesintili kaynaklardan farklı olarak jeotermal, baz yük üretimi sağlamakta olup 2023 yılında küresel kapasite kullanım oranı %75'in üzerinde gerçekleşerek rüzgar (%30'un altı) ve güneş enerjisini (%15'in altı) belirgin biçimde aşmıştır. Devreye alındıktan sonra jeotermal santraller, yakıt girdisinin fiilen sıfır maliyetli olması nedeniyle minimal değişken maliyet taşımakta; işletme giderleri büyük ölçüde bakım ve kuyu yönetimiyle sınırlı kalmakta ve kaynak kalitesi ile santral ölçeğine bağlı olarak FAVÖK marjları tipik olarak %50-70 aralığında gerçekleşmektedir.

Türkiye, jeotermal enerji potansiyelinde dünya genelinde dördüncü, Avrupa'da ise birinci sırada yer almaktadır. Çelik profil işleme gibi enerji yoğun sanayi üreticileri için yerinde jeotermal üretim, öngörülebilir uzun vadeli enerji maliyetleri ile şebeke fiyat oynaklığına karşı azaltılmış maruziyet sunmaktadır. YEKDEM çerçevesi, 15 yıl boyunca dolar cinsi alım garantisi sağlayarak ekonomik modeli daha da güçlendirmekte ve yoğun yatırım harcaması gerektiren bir başlangıç yatırımını istikrarlı, enflasyondan korunmuş bir nakit akışı kaynağına dönüştürmektedir.

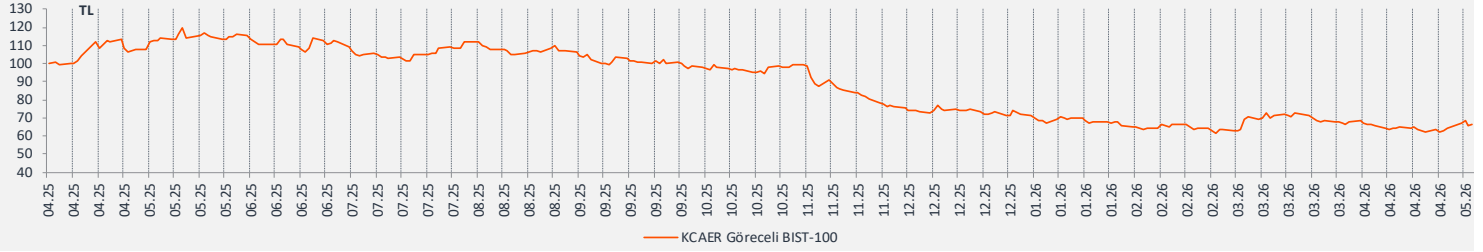
Grafik: Jeotermal Üretim Verileri (Türkiye)



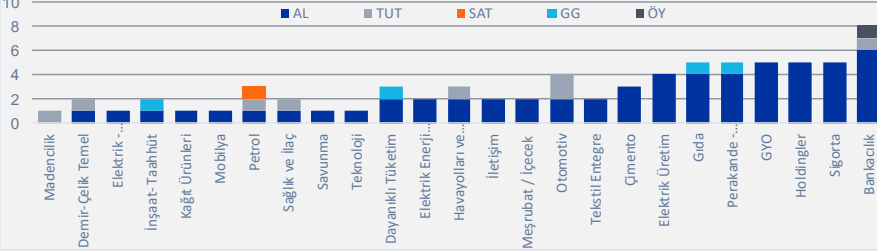
Kaynak: TEİAŞ

## Kocaeli Çelik Sanayi

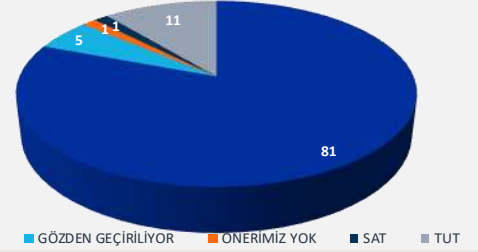
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Şirket Sayısı



### Yatırımların Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna İNANILAN kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.