

KCAER'i AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Çelik profil segmentinde niş ürün portföyüyle faaliyet gösteren şirketin enerji nakil hatları, güneş enerjisi altyapıları, savunma sanayii ve madencilik gibi yapısal ürünlere dayanan defansif gelir yapısını, 6 kıtada 140 ülkeye yayılan ve gelirlerin yüzde 90-95'ini dövizle endeksleyen güçlü ihracat kasını, 2027'de devreye girecek 24 MW JES yatırımının brüt kar marjına 2-2,5 puan katkı potansiyelini, katma değerli ürün payının %33'den %60'a ulaşmasıyla iyileşen ton başı FAVÖK yapısını ve imalatçı ihracatçı vergi indiriminin efektif vergi yükünü hafifleteceğini pozitif değerlendirilmekteyiz.

### Katma Değerli Ürün Dönüşümü

KCAER'in stratejik önceliklerine baktığımızda katma değerli ürünlerin payının toplam satışlar içerisindeki payının arttırmak olduğunu izlemekteyiz. Katma değerli ürün payı 2021'de %33, 2025'de %43 olurken orta uzun vadeli senaryoda 2031 yılında %60 seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz. Katma değerli ürün gamı diğer ürün gruplarına kıyasla daha yüksek karlı yapı içerisinde olmasından dolayı dönüşümü pozitif bulmaktayız

### Vergi Oranlarındaki Değişimin Pozitif Katkısı

2026 yılından itibaren imalatçı ihracatçı şirketler için kurumlar vergisi oranının yüzde 25'ten yarı yarıya düşürülmesinin KCAER'in efektif vergi yükünü önemli ölçüde hafifleteceğini değerlendirilmekteyiz. İlgili indirimin net kar marjını ve serbest nakit akışlarını pozitif etkilemesini öngörmekteyiz.

### Yenilenebilir Enerji Yatırımları

KCAER'in güncel yenilenebilir enerji kapasitesi 9.2 MW Çatı Üstü GES olurken tüketilen elektrik enerjisinin %33'ünü ürettiklerini görmekteyiz. Planlanan Aydın'da 24MW JES yatırımıyla birlikte toplam elektrik tüketiminin tamamını şirket bünyesinde yenilenebilir enerji kaynaklarından sağlama planı olurken tüketim dışında kalan kısım için YEKDEM üzerinden satışın planlandığını görmekteyiz. 24MW'lık Aydın JES santralinin 2027 yılında devreye girmesini beklemekteyiz. Yatırım süreci tamamlandığında enerji maliyet avantajının şirkete etkisini model süreci boyunca ortalama Brüt Kar Marjına ortalama 2,2 pt katkı sağlanmasını beklemekteyiz.

### Ürün Fiyatlarında En Kötünün Geride Kalması

Hammadde cephesinde demir cevheri fiyatlarının çeyrek sonuna yaklaşılırken artan sevkiyat beklentisi ve mevsimsel zayıflığın etkisiyle son dört ayın en düşük seviyesine gerilediğini takip etmekteyiz. Fiyatlar anlamında en kötünün geride kaldığını düşünürken FED ve diğer sektörel koşulların etkisiyle zayıf fiyatların hala sürmeye devam etmesi tezatlık oluştursa da toparlanmanın zamana yayılarak ikinci yarıya doğru kademeli bir biçimde gerçekleşeceğini düşünmekteyiz.

**KCAER'i 21,86 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Yatırım temamız ise aşağıdaki unsurlara dayanmaktadır;**

- Katma değerli ürün profilindeki payın artarak devam etmesi
- Sektöre kıyasla defansif yapı
- Güçlü ihracat kasının varlığı
- Ürün fiyatlarında beklenen kademeli iyileşmenin karlılık üzerindeki pozitif etkileri
- Yenilenebilir enerji yatırımlarının etkisiyle kar marjlarında artış
- Kapasite artışının etkisiyle oluşan büyüme potansiyeli
- Emsallerine kıyasla cazip çarpanlar

HEDEF FİYAT

**21,86**

**Potansiyel +%45**

**TAVSİYE AL**

#### Temel Veriler

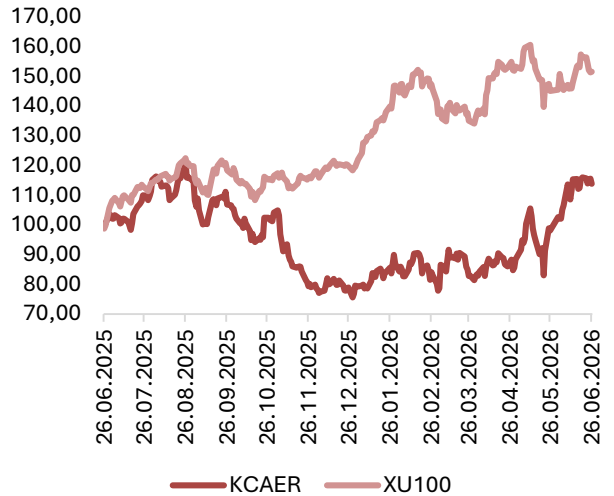
Son fiyat (TL)	15,10
Piyasa değeri (m TL)	28.916
Piyasa değeri (m USD)	619,9
F/K	101,97
FD/FAVÖK	10,73
PD/DD	2,12
Hisse sayısı (m lot)	1.915
Ort. işlem hacmi (m TL)	247,3

#### Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay
<b>BİST100'E GÖRE</b>	11,70	25,35	-39,92
<b>Nominal (TL)</b>	16,06	37,40	13,40
<b>Nominal (USD)</b>	14,39	32,45	-3,42
<b>Özet</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>
Satışlar (m USD)	581,4	620,3	641,2
FAVOK (m USD)	74,7	94,3	98,2
FD/FAVOK	9,18	7,27	6,98

#### Pay Sahibi

	%
Hakan KOCAER	%74,20
Diğer	%25,80



## 1Q26 FİNANSAL HATIRLATMA

KCAER 2026 1.çeyrekte 5,06 mİr TL Hasılat, 715,2 m TL FAVÖK, 118,8 m TL Net Kar ile beklentilerimize paralel Satış ve FAVOK beklentilerimizin üzerinde Net Kar açıkladığını görmekteyiz.

### Satışlar

1Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %15 daralma izlerken Yurt içi satışlar %37 artış gösterirken Yurt dışı satışlar ise %32 daralma göstermiştir. Satış hacminin ise Şubat sonu itibariyle jeopolitik gerilimlerin etkisiyle Türkiye'de toplam sektör ihracat hacmindeki düşüşe paralel %4 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Yurt dışı satışların bölgesel dağılımının %44 Kuzey Afrika, %28 Amerika Kıtası,%12 Avrupa %6 Orta Doğu olarak gerçekleştiğini izlerken toplam satışların içerisindeki yurt dışı payının geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 9pt daralma ile %62 seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz.

### Sektördeki ihracat daralması

Ürün grubuna baktığımızda Katma Değerli Çelik profillerin toplam satış hacmindeki payının geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %49'dan %46.6 seviyesine gerilediğini görsek de orta uzun vadeli senaryoda payın artarak devam etmesini beklemekteyiz. Ürün bazlı satış hacminde ise Katma Değerli Ürün %8,5, U ve C %28.9, I ve H ürün %3.2 daralma gösterirken Yapısal Çelik Profillerde ise %16.1 artış görmekteyiz. Ürün fiyatlarındaki düşüşün görece sona ermesi ve ürün miksinin de etkisiyle beraber Ton Başı FAVOK 1Q26'da 111 \$ seviyesinde seyrettiğini görmekteyiz. Özetle önümüzdeki dönemde özellikle ürün fiyatlarının da katkısıyla beraber Ton Başı FAVÖK'ün artarak devam etmesini bekleysek de ihracat payındaki değişimin karlılık üzerindeki etkilerini yakından takip edeceğiz. Sektöre baktığımızda ise Dünya Ham Çelik üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %2.3 daralma gösterirken Türkiye Çelik Üretiminin %5.3 artış gösterdiğini fakat Türkiye Çelik İhracatının %6.8 daralma gösterdiğini görmekteyiz. KCAER nezdinde iç Pazar satışlarındaki artış, ihracatta ise oluşan sektöre paralel daralmayı NÖTR değerlendirmekteyiz.

### Karlılık

Kar marjlarında geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla Brüt Kar ve Net Kar marjında daralma izlese de FAVÖK marjında yatay seyrin hakim olduğunu görmekteyiz. Sebeplerine baktığımızda artan jeopolitik gerilimler, lojistik riskler, sektörel daralma ve bölgesel ayrışma ve artan ticaret engellerinin etkili olduğunu izlese de sürdürülebilir FAVÖK rakamını pozitif değerlendirmekteyiz.

### Borç yapısı

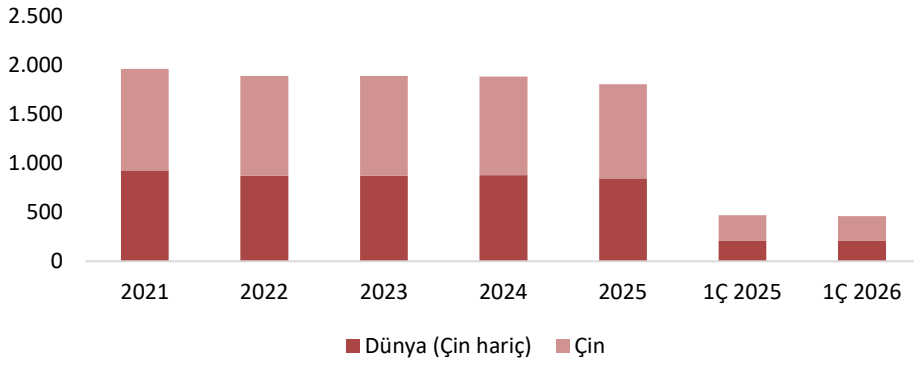
1Q26'da geçtiğimiz çeyreğe göre finansal borçların %6 artış gösterdiğini izlerken net borcun ise %33 artış gösterdiğini görmekteyiz. 1Q26 itibariyle KCAER 0,9x NetBorç/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

*Sonuç olarak baktığımızda 1Q26 sonuçlarını NÖTR değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz sektörel açıdan gerçekleşen zorlu sürecin ardından özellikle ürün fiyatlarında dip bölgelerinin test edilmesine paralel 2026 yılında marjlarda iyileşme bekleysek de artan ticaret bariyerleri, sektörel fiyat ayrışmaları ve jeopolitik etkilerden dolayı oluşan lojistik problemlerinin hem sektör için hem de KCAER nezdinde ihracat pazarları için aşağı yönlü risk oluşturma ihtimalini belirtmek isteriz. Fakat bütün gelişmelere rağmen yenilenebilir enerji yatırımlarının etkisiyle oluşacak marj artışı, ek kapasite yatırımları ve ürün miksinde katma değerli ürünlerin payının artarak devam etmesini pozitif değerlendiriyoruz. Özetle Orta uzun vade için KCAER'i niş ürün segmenti, artan katma değerli profil karması, 140 ülkeye dayanan geniş ihracat kasası, güçlü döviz doğal hedge yapısı ve sektörde defansif konumu nedeniyle beğenmeye devam etmekteyiz.*

## Sektörde Neler Oluyor?

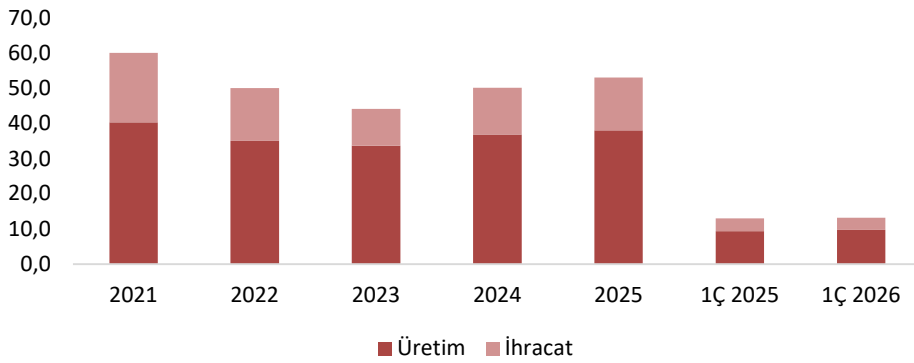
Worldsteel'in verilerine göre Dünya ham çelik üretimi 2025 yılında 1.804 milyon tona gerileyerek bir önceki yıla göre yüzde 4,2 daralma kaydetmiştir. Çin'in üretimi 1.005 milyon tondan 961 milyon tona düşerek 2018'den bu yana en düşük seviyeye gerilemiş, Çin hariç dünya üretimi 878 milyon tondan 843 milyon tona inmiştir. 2021'deki 1.960 milyon tonluk zirveye kıyasla dört yılda 156 milyon tonluk küçülme küresel sektörde yapısal daralmaya işaret ettiğini görmekteyiz. 1Q26'da dünya üretimi 459 milyon ton ile geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2 düşüş kaydetmiş olup Çin'in Ocak-Mayıs döneminde ham çelik üretimi yıllık bazda yüzde 3,9 azalarak 415,5 milyon tona düşmüştür. WorldSteel'in Nisan 2026 kısa vadeli görünüm raporuna göre küresel çelik talebi 2022'den bu yana devam eden yapısal düzenleme sürecinin ardından 2025-2026 döneminde dip noktasına ulaşmıştır. Küresel talebin 2026'da yüzde 0,3 artarak 1.724 milyon tona ve 2027'de yüzde 2,2 büyümeyle 1.762 milyon tona ulaşması öngörülmektedir. Çin hariç baktığımızda ise küresel çelik talebinin 2027'de yüzde 4 büyümesi beklenmektedir.

### Dünya Ham Çelik Üretimi (milyon ton)



Türkiye'nin ise küresel daralmaya rağmen 2025 üretimini yüzde 3,3 artırarak 38,1 milyon tona çıkardığını görmekteyiz. Çelik ihracatı yüzde 10,1 büyümeyle 19,4 milyon tona yükselirken tüketim yüzde 2,6 artarak 39,3 milyon tona ulaşmıştır. 2026 yılının ilk çeyreğinde de üretim yıllık bazda yüzde 4,3 artarak 10 milyon tona çıkmış olup Nisan ayında yüzde 9,4 yükselerek 3,3 milyon ton seviyesine ulaşmıştır. Küresel tarafta oluşan daralmanın yanında iç taraftaki üretim büyümesi ve ihracat artışını pozitif değerlendirmekteyiz.

### Türkiye Çelik Üretimi ve İhracatı (milyon ton)

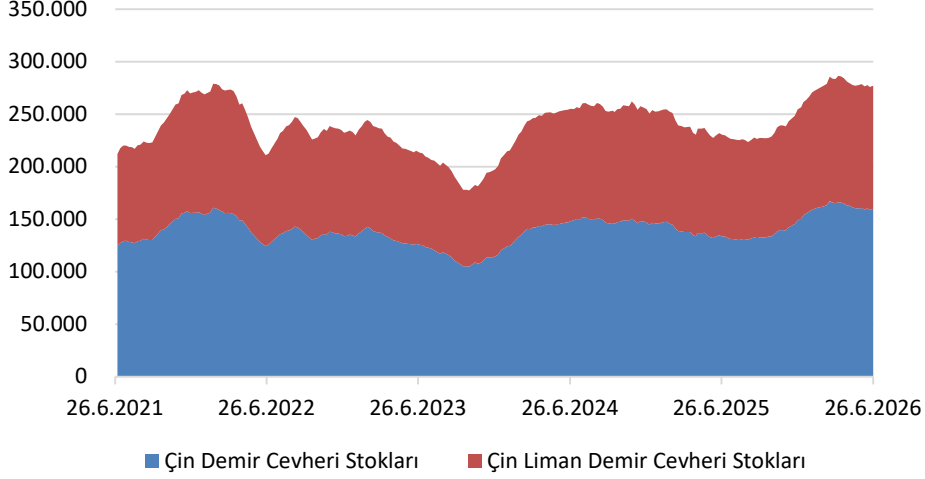


KCAER'in ürün portföyüne baktığımızda geleneksel uzun-yassı çelikten ziyade enerji nakil hatları, GES projeleri, rüzgar türbinleri, madencilik ve savunma sanayii gibi alanlara katma değerli profil ürün satışı gerçekleştirdiğini görmekteyiz. Küresel enerji dönüşümünün ve enerji talebinin devam ettiği koşullar altında katma değerli ve yapısal çelik profil talebini sektöre kıyasla destekleyen unsurlardan birisi olduğu için sektöre kıyasla görece defansif yapının oluştuğunu değerlendirmekteyiz. Fiyatlama tarafında şirketin ana hammaddesi olan kütük fiyatının küresel demir cevheri ve Çin çelik piyasasıyla yüksek korelasyon taşıdığını belirtmek isteriz. Buna karşın son dönemde CBAM düzenlemelerinin yürürlüğe giriş sürecinin hızlanması, Ortadoğu'daki jeopolitik gelişmelerin navlun ve sigorta maliyetlerini artırması ve bölgesel arz kısıtlamalarının yurt içi ile yurt dışı kütük fiyatları arasındaki korelasyonu zayıflattığını görmekteyiz. Demir cevheri vadeli işlemlerinin zayıf talep ve yüksek stokların etkisiyle psikolojik eşik olan 100 USD bandının altına gerilemesine karşın hammadde ve ürün fiyatları arasındaki ayrışmanın yeniden oluştuğunu izlerken Temmuz ayından itibaren yürürlüğe girecek güncellenmiş AB ticaret kurallarına ilişkin belirsizliğin ve CBAM etkisinin piyasada bekle-gör havasını derinleştirdiğini takip etmekteyiz.

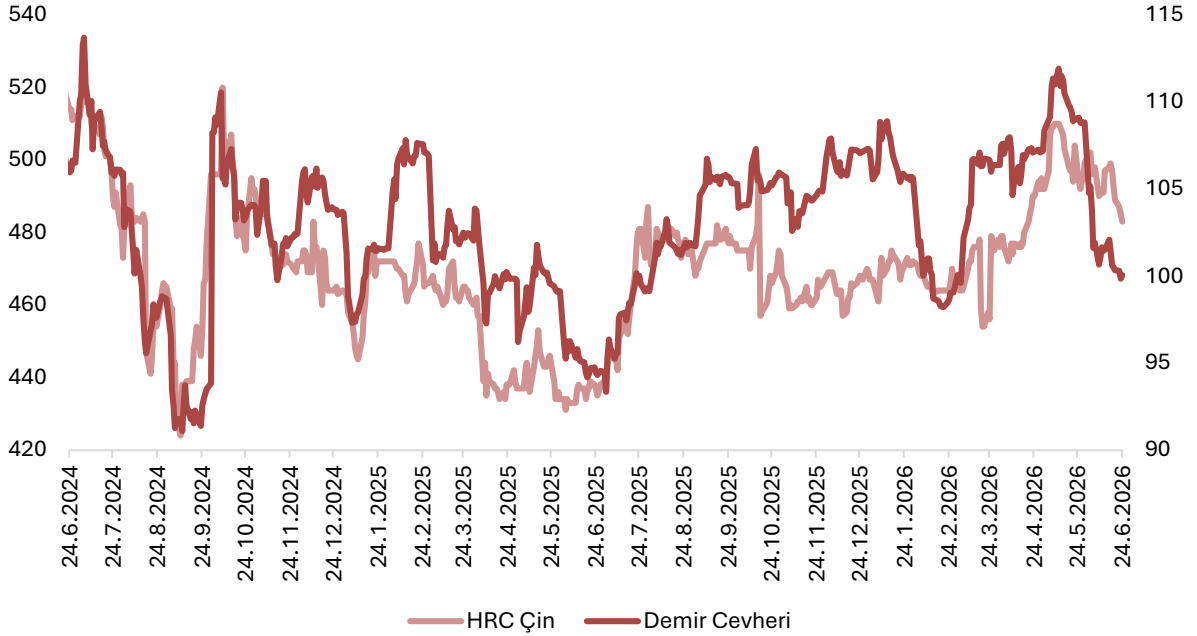
### Sektörde Neler Oluyor?

Aşağıdaki Çin stok grafiklerinde gördüğümüz yüksek stok yapısı hammadde kısmında bahsettiğimiz mevsimsel zayıflık ve artan sevkiyat baskısının sahadaki net yansıması olarak değerlendirmekteyiz. Stoklarda uzun süredir devam eden doygunluk seviyesinin fiyatlar üzerindeki baskıların ana unsurlarından biri olduğunu değerlendirmekle birlikte sektörün en kötü senaryoyu fiyatladığını düşünmekteyiz.

#### Demir Cevheri Stokları



Fiyatlama tarafında ise HRC-Cevher korelasyonuna baktığımızda dip arayışının devam ettiğini görmekteyiz. Cevherdeki geri çekilmeye rağmen ürün fiyatlarındaki düşüşün cevhere nazaran daha yavaş olduğunu izlemekteyiz. FED politikaları, sektörel belirsizlikler, yüksek cevher stokları gibi sebepler nedeniyle fiyatlar şu an için zayıf seyrini koruyup görünürde bir tezatlık oluştursa da toparlanmanın zamana yayılarak ikinci yarıya doğru kademeli bir biçimde gerçekleşeceğini düşünmekteyiz.



Sektör genelinde oluşan hammadde ve ürün fiyatlarında yaşanan zayıf seyrin doğası gereği KCAER üzerinde de fiyatlama dinamikleri açısından etki yarattığını görsel de KCAER nezdinde standart çelik üretiminden ziyade enerji nakil hatları, güneş enerjisi (GES) projeleri, madencilik ve savunma sanayii gibi stratejik alanlara sunduğu katma değerli profil ürünleri kritik bir tampon görevi gördüğünü belirtmek isteriz. Özetle fiyatlama tüm sektör ve KCAER nezdinde marj açısından negatif etki yaratsa da KCAER'in katma değerli ürün portföyünün artması ve defansif yapısı gereği sektöre nazaran daha iyi bir konumda olduğunu düşünmekteyiz. Fiyatlar açısından en kötünün geride kaldığını ve önümüzdeki süreç için defansif yapıya ek olarak sektör ve ürün fiyatlarındaki her olumlu gelişmenin şirket için ek katkı yaratmasını beklemekteyiz.

## Sektörde Neler Oluyor?

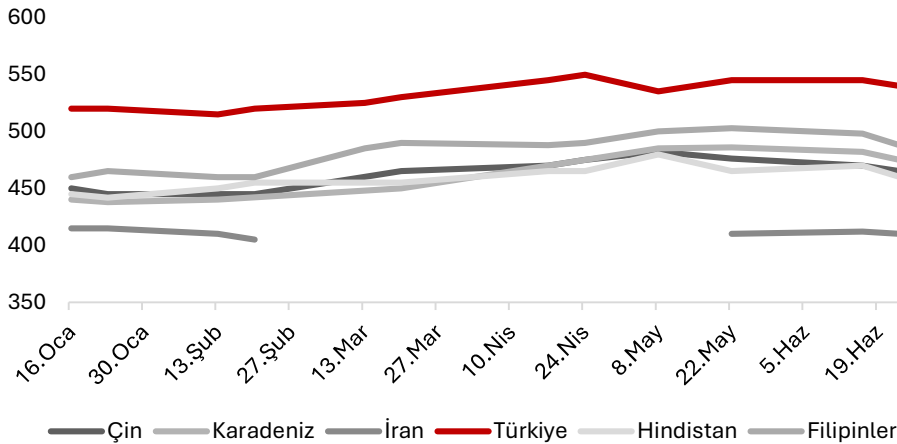
OECD'nin çıkartmış olduğu sektör görünümü raporuna baktığımızda küresel ham çelik üretiminin 2025'teki 1.850,8 milyon ton seviyesinden 2026 yılında yüzde 1,0 büyümeyeyle 1.869,4 milyon tona, 2030 yılında ise 1.940,6 milyon tona ulaşmasını beklemekteyiz. Çin üretiminin 2025'teki 961,3 milyon ton seviyesinden 2030'a kadar yıllık ortalama yüzde 0,6 daralmayla 930,9 milyon tona gerileyeceğini, buna karşın Çin hariç dünya üretiminin yıllık ortalama yüzde 2,6 büyümeyeyle 1.009,6 milyon tona ulaşmasını öngörmekteyiz Bölgesel kırılımlara baktığımızda büyümenin Hindistan , Güneydoğu , Ortadoğu ve Afrika odaklı şekilleneceğini izlerken KCAER nezdinde toplam yurtdışı satışların %51'inin MENA bölgesi olması sebebiyle önümüzdeki süreçte talep tarafında pozitif katkı oluşmasını beklemekteyiz.

Bölge	2025		2026		2030	
	Mt Ton	Değişim, %	Mt Ton	Değişim, %	Milyon Ton	2025-2030 CAGR %
Çin (Halk Cumhuriyeti)	961,3	-4,3	958,2	-0,3	930,9	-0,6
Avrupa Birliği (27) ve Birleşik Krallık	130,6	-2,4	132,4	1,3	136,3	0,9
Hindistan	164,4	10,0	174,9	6,4	208,3	4,8
ABD-Meksika-Kanada Anlaşması (USMCA)	107,5	1,3	108,3	0,6	111,7	0,8
Japonya ve Güney Kore	141,9	-3,8	143,3	1,0	132,8	-1,3
Güneydoğu Asya Uluslar Birliği (ASEAN)	60,2	5,4	61,5	2,1	90,6	8,5
Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT)	82,2	-4,9	85,0	3,4	97,0	3,4
Orta Doğu	57,0	5,1	57,4	0,8	73,1	5,1
Orta Amerika ve Güney Amerika	42,4	-0,2	43,2	1,9	47,0	2,1
Diğer Avrupa	42,4	2,1	43,6	2,8	49,9	3,3
Diğer Asya	25,9	-8,7	26,6	2,6	26,5	0,4
Afrika	26,9	-4,4	28,6	6,3	29,7	2,0
Okyanusya	5,8	11,1	5,9	1,7	6,3	1,8
<b>DÜNYA</b>	<b>1.850,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>1.869,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1.940,6</b>	<b>1,0</b>
<b>Çin Hariç Dünya</b>	<b>889,4</b>	<b>0,7</b>	<b>911,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1.009,6</b>	<b>2,6</b>
OECD	426,1	-1,3	431,3	1,2	434,8	0,4
OECD Dışı	1.424,6	-2,1	1.438,0	0,9	1.505,7	1,1
Gelişmiş Ülkeler	375,5	-2,1	379,4	1,0	372,1	-0,2
Gelişmekte Olan Ülkeler	1.475,2	-1,9	1.489,9	0,9	1.568,4	1,2
Çin Hariç Gelişmekte Olan	513,9	2,8	531,6	3,4	637,4	4,4

(Kaynak: OECD) Worldsteel ve OECD ülke kapsamı/tanımı farklılık gösterir.

Son olarak kütük fiyatlamalarına baktığımızda yılbaşından bu yana bölgesel ayrışmaların devam ettiğini görmekteyiz. Çin ve Karadeniz kaynaklı fiyatlamaların yanı sıra İran'ın da etkisiyle aşağı yönlü fiyat baskısının temel unsurları arasında yer aldığını değerlendirmekteyiz. Türkiye'de ise fiyatların diğer bölgelerden farklılaştığını ve ürün kalitesi ile hızlı temin gibi yapısal avantajların Türkiye'yi desteklediğini izlemekteyiz. Kütük fiyatlarında dip oluşumu beklentimiz doğrultusunda hammadde tarafındaki kademeli toparlanmanın KCAER'in nihai ürün fiyatlarına yansiyarak ton başı FAVÖK yapısına pozitif katkı sağlamasını öngörmekteyiz.

## Kütük Fiyatları



(Kaynak: BIGMINT)

Worldsteel ve OECD ülke kapsamı/tanımı farklılık gösterebilir.

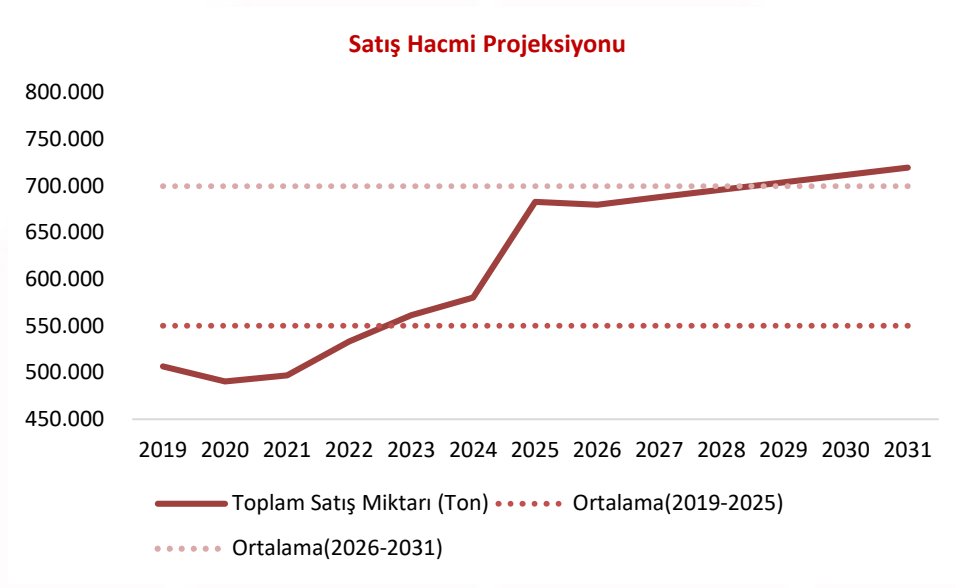
## KCAER Ne İş Yapar?

KCAER aşağıda listelenen ürün gruplarıyla ile enerji nakil hattı, güneş enerjisi alt yapısı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünel, gemi inşa, tarım, makine imalat, savunma sanayi gibi çelik profil kullanan birçok sektöre yönelik ürünler üretilmektedir.

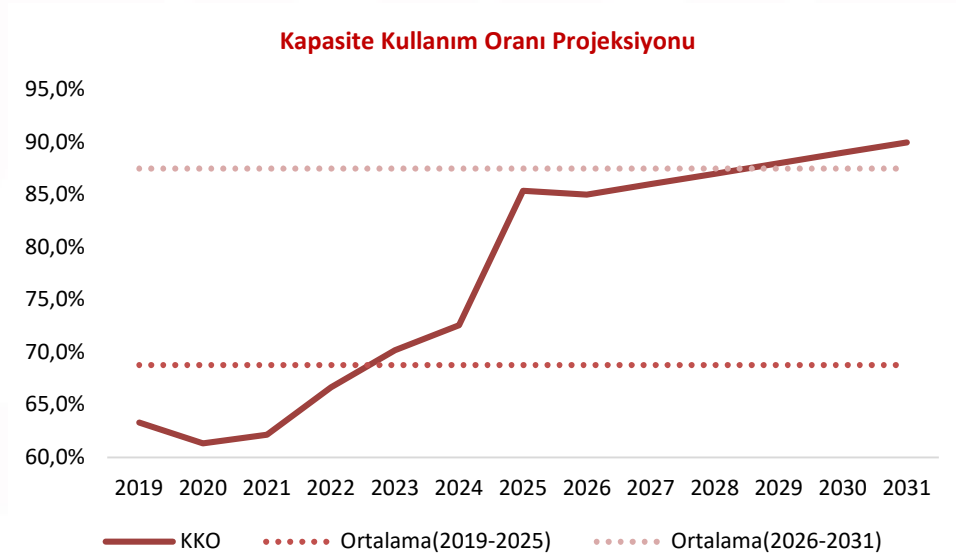
Yapısal Çelik Profiller		Sektör
<b>Köşebent</b>	Enerji nakil hatlarının ana taşıyıcı elemanı olan yüksek gerilim direklerinin temel bileşeni	<b>Enerji Nakil</b>
<b>Yuvarlak</b>	Vasıflı çelik dahil hassas toleranslarda üretim. Makine imalat, tarım, ulaşım ve otomotiv sektörlerinde yarı mamul veya nihai mamul.	<b>Makine / Tarım</b>
<b>Lama</b>	Geniş kesit ve kalitelere üretim. Yapı, konstrüksiyon, makine, otomotiv, ulaşım ve tarım sektörlerinde geniş kullanım	<b>Konstrüksiyon</b>
<b>Kare</b>	Hassas tolerans ve doğrusalılıkta üretim. Konstrüksiyon, otomotiv, mobilya, elektrik pano imalatı.	<b>Otomotiv</b>
<b>T Demiri</b>	T demirleri inşaat alanında diğer yapısal çeliklere göre daha az kullanılmasına rağmen yapısal bölümlerde, tavan tasarımlarında, taşıma ve destek elemanı olarak kullanılmaktadır	<b>Sera / Tarım</b>
Katma Değerli Profiller		Sektör
<b>GES Profilleri</b>	Güneş paneli montaj sistemleri ve taşıyıcı yapılar. Küresel enerji dönüşümünde yapısal talep sürücüsü	<b>Solar Enerji</b>
<b>Maden / Tünel</b>	Maden tahkimat sistemleri, tünel destek yapıları, otoyol tünel profilleri Yüksek mukavemet gerektiren özel alaşımlar	<b>Madencilik</b>
<b>Büyük Kesit U/C</b>	Standart U/C profillerin büyük çaplı, üretimi zor, arzı kısıtlı versiyonları	<b>Savunma</b>
<b>Büyük Kesit I/H</b>	Büyük çaplı I/H profiller. Çelik köprüler, geniş açıklıklı yapılar, altyapı projeleri, petrol platformları	<b>Altyapı</b>
U ve C Şekilli Çelik Profiller		Sektör
<b>UPN / UPE / PFC / C</b>	Avrupa, İngiliz ve Amerikan standartlarında kanal profiller. Yapı konstrüksiyonu, sivil mühendislik	<b>İnşaat / Yapı</b>
<b>UAC / CH</b>	Endüstriyel altyapı, kablo kanalları, asansör ve yürüyen merdiven imalatı, demiryolu, dekoratif uygulamalar	<b>Endüstriyel</b>
I ve H Şekilli Çelik Profiller		Sektör
<b>HEA / HEB</b>	H kesitli profiller. Çelik konstrüksiyon binaların ana taşıyıcı elemanları	<b>Yapısal Çelik</b>
<b>IPN / IPE / UB</b>	Kiriş profilleri. Otoyol tünelleri, temel konstrüksiyon, altyapı vb.	<b>Tünel / Altyapı</b>
Entegre Hizmetler		Sektör
<b>Galvaniz Fabrikası</b>	100K ton/yıl kapasite. Sıcak daldırma galvaniz kaplama. Korozyon dayanımı gerektiren dış mekan ve enerji uygulamaları.	<b>Kaplama</b>
<b>Servis Merkezi</b>	180K ton/yıl kapasite. Kesme, delme, bükme, boyama, kaynaklı imalat. IPE tünel formlarına bükme ve özel imalat.	<b>Katma Değer</b>
<b>Çatı Üstü GES</b>	9,2 MW kurulu güç. Toplam elektrik tüketiminin %33'ünü karşılıyor. Ege'nin en büyük çatı üstü GES'lerinden.	<b>Enerji</b>

## Satış Hacmi ve Kapasite Kullanım Oranı

Satış hacmi 2025'de 683 bin ton seviyesinden projeksiyon döneminde 700-730 bin ton bandında seyretmesini beklemekteyiz. Mevcut 800 bin ton kapasite üzerinden %85-90 KKO baz senaryosu öngörürken ilgili süre içerisinde planlanan 2030 vizyonu doğrultusunda oluşacak kapasite artışı ve çelikhane yatırımlarının ÇED süreçleri gibi sebeplerden dolayı modele dahil etmezken yatırımlar ile ilgili oluşacak pozitif haber akışı ve erkene alınmış takvimin değerlendirilmesinde ek pozitif katkı oluşturmasını beklemekteyiz.

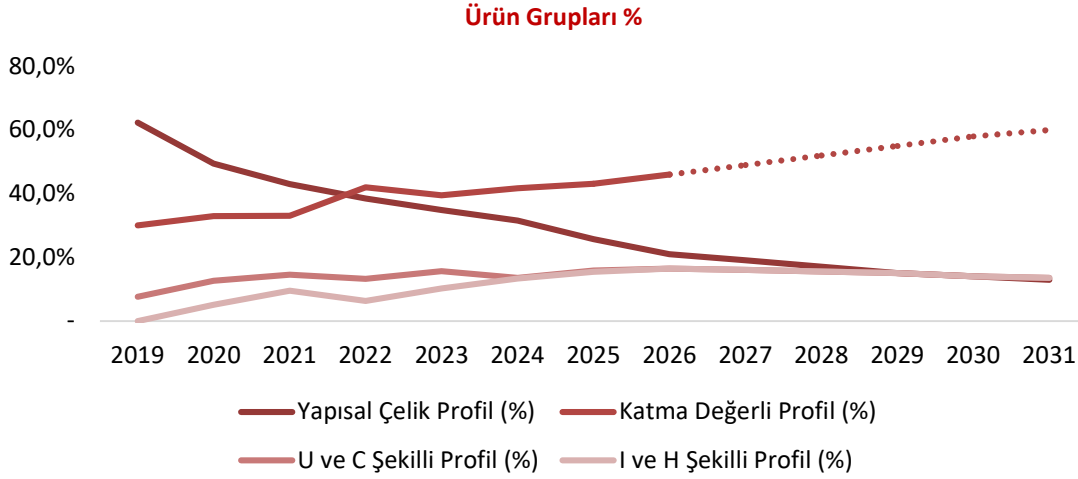


2019-2025 dönemi arasında ortalama %68.8 Kapasite Kullanım Oranı ile çalışan KCAER'in güçlü ihracat kısı, iç talep ve hem içeride hem de küreselde altyapı-üst yapı projeleri, savunma sanayine olan talebin artışı, enerji talebinin artması ve yatırımların sürmesi gibi başlıca sebeplerin etkisiyle ortalama projeksiyon dönemi boyunca 2019-2025 dönemine kıyasla 20pt KKO artışı, 2025'e kıyasla ise 4pt artış öngörmekteyiz.



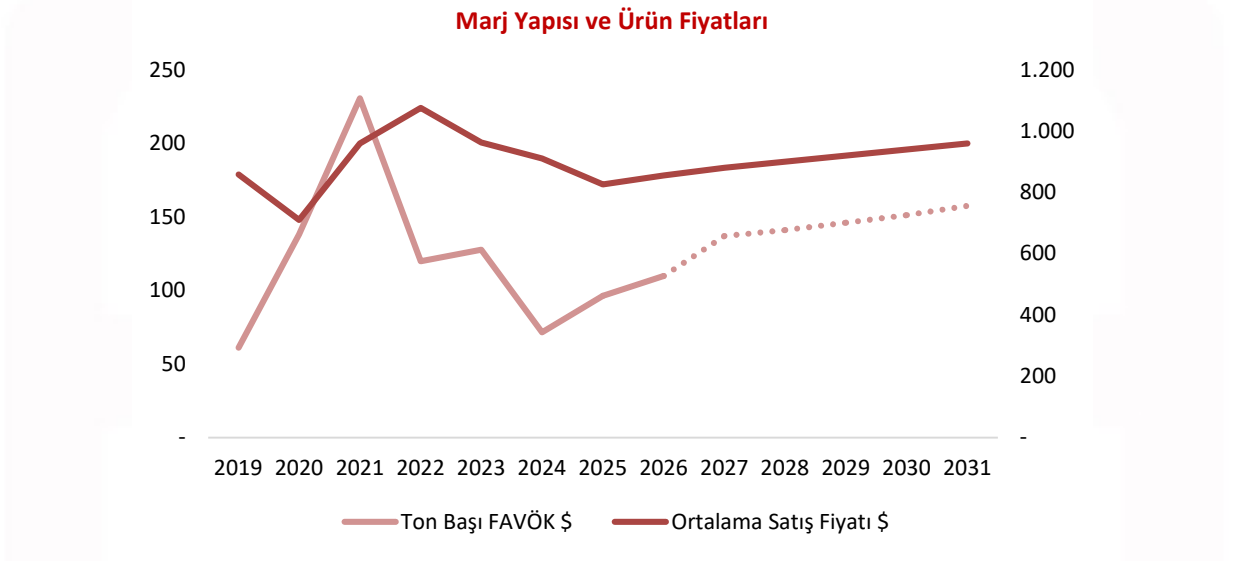
### Katma Değerli Ürün Dönüşümü

KCAER'in dönüşüm hikayelerinin başında katma değerli ürünlerin toplam satışlar içerisindeki payının artırılmasının yer aldığını belirtmek isteriz. 2021 yılında %33 seviyelerinde olan payın 2025'te %43 seviyelerine geldiğini izlemekteyiz. Modelimizde 2031 yılında katma değerli ürün payının kademeli bir şekilde artarak devam etmesini ve 2031 yılında %60 bandına yerleşmesini beklemekteyiz. Katma değerli ürünlerin diğer ürünlere kıyasla daha yüksek ürün fiyatı ve kâr marjı taşıması nedeniyle dönüşümün önümüzdeki süreçte ton başı FAVÖK üzerinde de pozitif katkı sağlamasını beklemekteyiz. Yönetimin beklentilerine baktığımızda %70 hedefini benimsediğini izlerken modelimizde görece muhafazakâr bir yaklaşım benimsemekteyiz.



### İyileşen Ton Başı FAVÖK Yapısı

KCAER için projeksiyon dönemi boyunca emtia fiyatlarındaki döngüsellüğün sonuna gelinmesi, yenilenebilir enerji yatırımları ve katma değerli ürünlerin toplam satışlar içerisindeki payının artmasının da etkisiyle her yıl iyileşerek devam eden Ton Başlı FAVÖK yapısı projekte etmekteyiz. 2026 yılı için 110 \$ , 2031 model sonu için ise 158 \$ Ton Başlı FAVÖK hesaplamaktayız. Model süreci boyunca dahil etmediğimiz çelikhane yatırımı ve ürün fiyatlarındaki olası iyimser fiyatlandırma koşullarının gerçekleşmesi durumunda marjlarda yukarı yönlü potansiyelin oluşabileceğini belirtmek isteriz.



## 2030 Vizyonu ve JES Yatırımı

Mevcut yenilenebilir enerji kapasitesi 9.2 MW olup toplam enerji kullanımının %33'ünün mevcut bünyeden karşılandığını takip ederken Aydın'da bulunan 10.844 hektarlık ruhsat sahasındaki JES yatırımının 1. Fazı olan 24MW JES yatırımının 2027 yılında devreye alınması ve KCAER'in enerji ihtiyacının tamamının yenilenebilir enerji kaynaklarından gerçekleşmesinin planlandığını izlerken enerji fazlasının YEKDEM kapsamında 15 yıl boyunca dolar bazlı alım garantisıyla satılmasını maliyet avantajı , ek gelir potansiyeli ve karlılık açısından olumlu bulmakla beraber 2030 dönüşüm vizyonu içerisinde ana hikayelerden birisi olarak değerlendirmekteyiz.

Uzun vadede ise JES kapasitesinin 24 MW'dan kademeli olarak 120 MW'a çıkarılması planlanmakta olup sondaj sonuçlarına göre rezerv rakamı belirlendikten sonra projeksiyonlar güncellenecektir. Ruhsat sahasındaki potansiyelin yeterli görülmesi halinde 120 MW JES ve 120 MW GES olmak üzere toplam 240 MW kurulu güce ulaşılması hedeflenmektedir.

## Vergi Oranlarındaki Değişimin Katkıları

2026 yılından itibaren imalatçı ihracatçı şirketler için kurumlar vergisi oranının %25'ten yarı yarıya düşürülmesinin KCAER'in efektif vergi yükünü önemli ölçüde hafifleteceğini değerlendirmekteyiz. KCAER nezdinde yüksek ihracat ağırlığı ile efektif vergi oranının majör düşüş beklentimiz ile bu indirimin net kar marjını ve serbest nakit akışlarını pozitif etkilemesini öngörmekteyiz.

## Yeni Şirket Kuruluşu

Şirketin genel kurulda onaylanan esas sözleşme değişikliğinin ardından sivil havacılık, robotik, yapay zeka ve dijitalleşme alanlarında teknokent bünyesinde teknoloji şirketi kurulumu açıklamasını takip etmekteyiz. Yeni kurulan şirketin KCAER nezdinde önümüzdeki süreçte çelik profil üreten şirket kabuğundan katma değeri yüksek farklı sektörlerle de üretim yapma dönüşümü potansiyeli taşıyan bir şirket yapısına geçme potansiyelinin de etkisiyle pozitif değerlendirmekteyiz.

## Savaş Bölgelerinin Yeniden Yapılanması

Küresel tarafta savaş bölgeleri ve özellikle Ortadoğu'da yeniden yapılanma süreciyle birlikte bölgede yeni talep oluşması beklenmektedir. İran'ın yeniden yapılandırılması için 300 mlr USD düzeyinde bir fondan bahsedildiğini takip ederken bu talebin ne zaman somutlaşacağını izlemekteyiz. KCAER'in MENA bölgesinin toplam yurtdışı satışlardaki %51 ağırlığı ile şirketin bu gelişmelerden en çok faydalanacak konumdaki çelik profil üreticilerinden biri olduğunu düşünmekteyiz.

## Modele Dahil Edilmeyen Çelikhane ve A4 Fabrika Yatırımı

KCAER'in uzun vadeli vizyonu kapsamında 1 milyon ton kapasiteli çelikhane ve 500 bin ton kapasiteli A4 çelik profil fabrikalarının yatırımının planlandığını görmekteyiz. ÇED süreci ve olası yatırım takvimindeki gecikmelerin de etkisiyle modelimize dahil etmesek de özellikle çelikhane yatırımıyla kütük ve blum üretiminin şirket bünyesinde gerçekleştirilmesi, hammadde maliyetlerinde %10-12 tasarruf sağlanması ve ek kapasite artışının da etkisiyle satış hacminde önemli ölçüde artışın planlandığını görmekteyiz. Baz senaryomuzda ilgili süreçlerin etkisiyle yatırımları modelimize dahil etmezken ilgili yatırımların ÇED onayıyla modele dahil edilmesinin yukarı yönlü revizyon potansiyeli taşıdığını değerlendirmekteyiz.

## Riskler

- Yatırımlar ile ilgili takvimin uzaması
- Çin'in üretim politikasındaki değişimin global fiyatlara etkileri
- Cevher fiyatlarındaki zayıflığın ürün fiyatlarını baskılaması
- CBAM düzenlemelerinin getirmiş olduğu rekabet riski
- AB ve ABD kaynaklı korumacılık önlemleri
- Döviz kuru riski
- Küresel kapasite sorununun derinleşmesi
- Jeopolitik gelişmelerin sektörler üzerindeki olası etkilerinin yeni normaller olarak devam etmesi

## MODELLEME VE DEĞERLEME

Hedef fiyatımızı USD bazlı İNA yöntemiyle belirlerken WACC hesabında %7.5 Risksiz Faiz Oranını ve ortalama %10,7 AOSM olarak almaktayız. Aşağıdaki projeksiyon doğrultusunda 21.86 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi başlatmaktayız.

KCAER (USD)	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	581,400,000	620,371,017	641,263,817	662,476,617	684,009,417	705,862,217
%	3.3%	6.7%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%
EBIT	60,188,297	78,829,232	82,196,518	86,344,091	90,654,462	95,836,372
%	10.4%	12.7%	12.8%	13.0%	13.3%	13.6%
NOPAT	52,363,818	68,581,431	71,510,970	75,119,360	78,869,382	83,377,643
Amortisman (+)	14,535,000	15,509,275	16,031,595	16,561,915	17,100,235	17,646,555
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-9,949,220	-571,615	-2,598,219	-2,850,892	-3,108,845	-3,372,035
Yatırım Harcamaları	-13,000,000	-40,000,000	-23,000,000	-13,000,000	-11,000,000	-11,000,000
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>63,848,038</b>	<b>44,662,321</b>	<b>67,140,785</b>	<b>81,532,167</b>	<b>88,078,462</b>	<b>93,396,234</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>57,583,101</b>	<b>36,381,447</b>	<b>49,447,681</b>	<b>54,369,411</b>	<b>53,050,142</b>	<b>50,683,322</b>
<b>İskonto Faktörü</b>	<b>0.90</b>	<b>0.81</b>	<b>0.74</b>	<b>0.67</b>	<b>0.60</b>	<b>0.54</b>

HEDEF FİYAT	21.86
S.N.A Toplam	301,515,103
Artık Değer	664,229,089
Firma Değeri	965,744,192
Toplam Borç	66,233,000
Azınlık Payı	154,822
Özsermaye Değeri	899,356,370
Sermaye	1,915,000,000

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
ERP	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye Oranı	43.0%	40.0%	38.0%	35.0%	40.0%	45.0%
Borç Oranı	57.0%	60.0%	62.0%	65.0%	60.0%	55.0%
Özsermaye Maliyeti	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Borç Maliyeti	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
<b>AOSM</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.0%</b>

OPERASYONEL PERFORMANS	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kapasite	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000
Satış Hacmi	680.000	688.000	696.000	704.000	712.000	720.000
<i>KKO (%)</i>	<i>85,0%</i>	<i>86,0%</i>	<i>87,0%</i>	<i>88,0%</i>	<i>89,0%</i>	<i>90,0%</i>

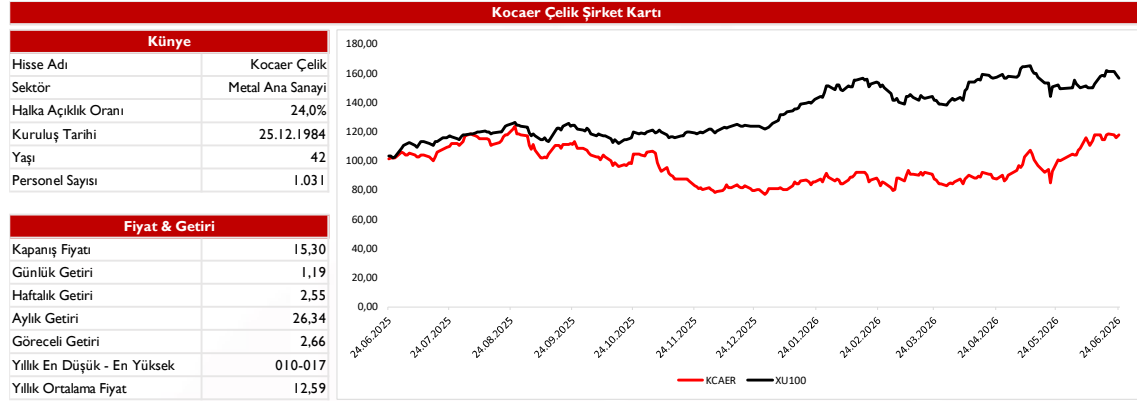
SATIŞ YÜZDELERİ	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<i>Yapısal Çelik Profil (%)</i>	<i>21,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,0%</i>
<i>Katma Değerli Profil (%)</i>	<i>46,0%</i>	<i>49,0%</i>	<i>52,0%</i>	<i>55,0%</i>	<i>58,0%</i>	<i>60,0%</i>
<i>U ve C Şekilli Profil (%)</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,5%</i>
<i>I ve H Şekilli Profil (%)</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,5%</i>

ÜRÜN FİYATLARI	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kütük Fiyatı	530	545	560	575	590	600
Ortalama Satış Fiyatı	855	880	900	920	940	960
<i>Ton Başı FAVOK</i>	<i>110</i>	<i>137</i>	<i>141</i>	<i>146</i>	<i>151</i>	<i>158</i>

ENERJİ	2026	2027	2028	2029	2030	2031
JES Kurulu Güç (MW)		24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
KKO		85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Üretim JES MWh		178.704	178.704	178.704	178.704	178.704
JES Fiyat MWh		105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
GES Kurulu Güç (MW)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
KKO	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Üretim GES MWh	18.536	18.536	18.536	18.536	18.536	18.536
<b>Toplam Üretim JES+GES MWH</b>	<b>18.536</b>	<b>197.240</b>	<b>197.240</b>	<b>197.240</b>	<b>197.240</b>	<b>197.240</b>
KCAER Toplam Tüketim MWh (ton başı 80kwh)	54.400	55.040	55.680	56.320	56.960	57.600
Satılabilir Elektrik MWh		142.200	141.560	140.920	140.280	139.640
Satılabilir Elektrik Geliri		14.931.017	14.863.817	14.796.617	14.729.417	14.662.217

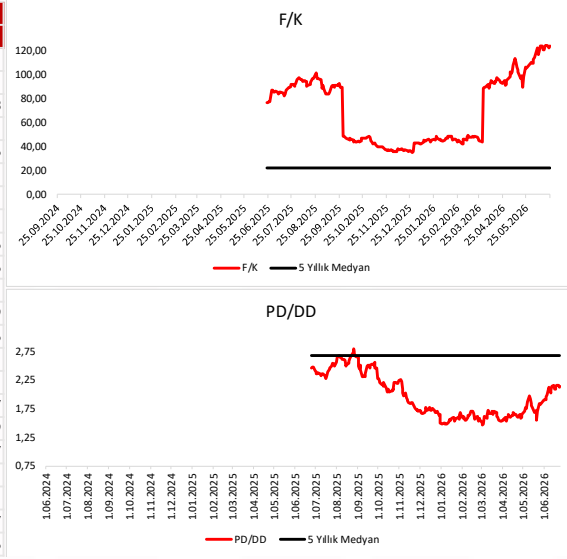
HASILAT	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ana Gelir	581.400.000	605.440.000	626.400.000	647.680.000	669.280.000	691.200.000
Enerji Geliri	0	14.931.017	14.863.817	14.796.617	14.729.417	14.662.217
<b>Toplam Gelir</b>	<b>581.400.000</b>	<b>620.371.017</b>	<b>641.263.817</b>	<b>662.476.617</b>	<b>684.009.417</b>	<b>705.862.217</b>

Şirket Adı	Faaliyet Kar Marjı %	FAVÖK Marjı %	Brüt Kar Marjı %	Piyasa Değeri (USD)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Nucor Corp	8,2%	12,7%	11,9%	54.607.724.991	23,76	2,55	10,37
ArcelorMittal SA	4,1%	8,9%	8,3%	46.332.384.747	15,64	0,82	8,38
Steel Dynamics Inc	8,1%	11,2%	13,0%	35.402.795.608	26,33	3,87	13,89
JSW Steel Ltd	10,9%	16,1%	30,3%	32.450.236.074	13,49	3,00	11,67
Tata Steel Ltd	9,8%	15,0%	41,4%	24.885.303.302	21,80	2,30	9,30
Nippon Steel Corp	4,3%	10,0%	14,5%	18.046.082.469		0,51	8,21
Baoshan Iron & Steel Co Ltd	4,1%	10,3%	7,3%	17.271.601.271	11,23	0,56	5,88
Inner Mongolia BaoTou Steel Union Co Ltd	3,3%	11,0%	7,8%	14.770.182.586		1,90	23,87
Novolipetsk Steel PAO	9,2%	17,0%	28,9%	14.566.070.836	32,49	1,74	7,42
Jindal Steel Ltd	12,2%	18,1%	46,6%	11.387.826.956	31,99	2,12	13,43
BlueScope Steel Ltd	3,8%	8,2%	17,5%	10.109.641.868	51,38	1,36	7,82
CITIC Pacific Special Steel Group Co Ltd	7,2%	11,8%	14,2%	9.615.261.375	11,26	1,45	8,81
China Steel Corp		9,1%	2,9%	9.448.193.116		0,99	19,53
Steel Authority of India Ltd	5,4%	10,8%	44,9%	7.452.093.320	20,90	1,17	7,69
Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	4,3%	10,0%	8,9%	6.340.017.977		0,99	10,49
Kobe Steel Ltd	5,3%	10,4%	17,4%	4.596.025.631	7,89	0,59	5,60
NanJing Iron & Steel Co Ltd	6,0%	10,6%	13,3%	4.199.183.739	9,95	1,00	8,44
Daido Steel Co Ltd	7,3%	12,7%	17,5%	3.911.678.332	18,01	1,23	7,54
Iskenderun Demir ve Celik AS	5,5%	10,0%	8,7%	3.701.031.726	26,13	1,22	7,61
Hunan Valin Steel Co Ltd	3,8%	7,2%	10,0%	3.437.595.215	8,99	0,41	8,46
Qingdao East Steel Tower Stock Co Ltd	29,1%	39,2%	40,3%	3.127.724.638	17,63	2,18	10,85
Anhui Honglu Steel Construction (Group) Co Ltd	5,2%	8,9%	9,9%	1.735.805.849	18,59	1,11	13,00
Tung Ho Steel Enterprise Corp	10,1%	12,9%	14,8%	1.602.947.589	10,57	1,57	7,08
NMDC Steel Ltd	3,5%	11,1%	27,2%	1.352.230.112		0,97	8,89
Fangda Special Steel Technology Co Ltd	5,9%	8,5%	9,6%	1.347.567.383	9,72	0,90	10,70
Liuzhou Iron & Steel Co Ltd	3,6%	7,8%	5,7%	1.321.373.380	13,02	0,93	9,49
Kardemir Karabuk Demir Celik Sanayi ve Ticaret AS	3,9%	8,6%	7,8%	1.234.925.757		0,49	5,92
Evergreen Steel Corp	23,4%	27,9%	27,7%	1.225.930.631	11,45	1,43	9,75
Aichi Steel Corp	5,7%	11,6%	15,2%	1.214.401.637	17,85	0,83	5,62
Tokyo Steel Manufacturing Co Ltd	2,7%	5,7%	12,0%	1.142.278.861	14,92	0,78	7,01
Feng Hsin Steel Co Ltd	8,6%	12,7%	11,5%	1.101.119.141	15,28	1,65	9,05
Tianjin You Fa Steel Pipe Group Stock Co Ltd	1,7%	2,8%	3,1%	1.050.227.211	10,32	1,01	16,14
Century Iron And Steel Industrial Co Ltd	22,9%	33,9%	29,3%	869.655.203	14,62	2,41	10,20
Jiangsu Changbao Steeltube Co Ltd	8,7%	12,7%	15,9%	825.587.022	11,54	0,92	10,65
SeAH Besteel Holdings Corp	2,7%	6,2%	8,6%	753.445.126	16,10	0,60	12,73
Saudi Steel Pipes Company SJSC	18,2%	24,1%	24,5%	716.578.324	13,89	2,95	6,63
Sunflag Iron and Steel Co Ltd	9,2%	12,1%	34,1%	658.962.259	30,72	0,70	8,03
Sunflag Iron and Steel Co Ltd	9,2%	12,1%	34,1%	658.962.259	30,73	0,70	8,03
Kocaer Celik Sanayi ve Ticaret AS	10,4%	12,5%	18,8%	621.798.704		2,12	7,36
<b>Ortalama</b>	<b>8,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>18,3%</b>		<b>18,38</b>	<b>1,39</b>	<b>9,78</b>



Özet Bilanço				Özet Bilanço			
Kalemler	2026/03	2025/12	Değişim(%)	İtems	2026/03	2025/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	14.258	14.407	-1,03	Net Satışlar	5.055	24.112	-79,03
Nakit ve Benzerleri	4.420	4.726	-6,46	Yurt İçi Satışlar	1.863	5.266	-64,62
Stoklar	4.358	3.760	15,91	Yurt Dışı Satışlar	3.064	18.673	-83,59
Ticari Alacaklar	3.628	4.305	-15,73	Diğer Satışlar	129	198	-34,54
Duran Varlıklar	14.394	14.423	-0,20	Satışların Maliyeti	4.113	19.568	-78,98
Maddi Duran Varlıklar	13.311	13.317	-0,04	İskontolar	0,88	2,96	-70,37
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10	10	5,27	İndirimler	0,27	21,35	-98,72
Aktifler	28.652	28.829	-0,61	Brüt Kar	942	4.544	-79,27
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.592	11.444	1,29	Faaliyet Giderleri	377	1.950	-80,67
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.363	3.814	-11,82	Esas Faaliyet Karı	565	2.593	-78,21
Toplam Borç	14.955	15.259	-1,99	Amortisman	150	515	-70,87
Net Borç	2.940	2.217	32,59	FAVÖK	715	3.109	-76,99
Sermaye	1.915	1.915	0,00	Vergi Öncesi Kar	277	1.117	-75,23
Özkaynaklar	13.653	13.527	0,93	Ana Ortaklık Net Kar	119	473	-74,90

Oran Analizi			
Oranlar	2026/03	2025/12	Değişim(%)
<b>Likidite</b>			
Cari Oran	1,23	1,26	-0,03
Likit Oran	0,85	0,92	-0,08
<b>Değerleme</b>			
F/K	124,13	42,67	81,46
PD/DD	2,15	1,49	0,65
FD/FAVOK	10,86	7,21	3,65
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye Karlılığı	0,99	3,65	-2,66
Aktif Karlılık	0,47	1,73	-1,26
Brüt Kar Marjı	18,64	18,84	-0,21
Net Kar Marjı	2,35	1,96	0,39
FAVÖK Marjı	14,15	12,89	1,26
<b>Büyüme</b>			
Net Kar Büyüme	-66,65	336,36	-403,01
FAVÖK Büyüme	-16,34	16,63	-32,97
Özsermaye Büyüme	31,42	9,13	22,29
Aktif Büyüme	32,44	11,27	21,17
<b>Faaliyet Etkinliği</b>			
Stok Devir Hızı	4,85	5,21	-0,35
Alacak Devir Hızı	6,00	6,27	-0,27
Ticari Borç Devir Hızı	4,27	3,71	0,56



## YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

### ARAŞTIRMA BİRİMİ

#### İletişim Bilgileri:

✉ [iletisim@marbasmenkul.com.tr](mailto:iletisim@marbasmenkul.com.tr)

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı  
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul