

Dev yatırımlar ile geleceğe hazırlanıyor

Ereğli Demir Çelik'i yüksek kapasite, entegre üretim ve sürdürülebilirlik temasına yönelik önemli dönüşüm nedeniyle beğeniyor, **Endeks Üzeri Getiri Önerisi** ve **hisse başına 34,50 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.**

Şirket sürdürülebilir dönüşüm ve yeşil büyüme doğrultusunda, 2030 yıl sonuna kadar karbon emisyonlarını asgari %25 oranında azaltmak için 3,2 milyar USD yatırım harcaması yapmayı hedefliyor. Yıllık 400 milyon USD yatırım harcaması öngördüğümüz proje kapsamında ham çelik üretim kapasitesinin 2030 yıl sonuna kadar mevcut 9,5 milyon tondan 13 milyon tonun üzerine çıkması bekleniyor. Bu doğrultuda yatırım harcamalarının 2025 yılı sonunda 843 milyon USD, 2026'da ise 827 milyon USD olarak gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Net Borç /FAVÖK oranını 2025 yılı için 2,8x, 2026 yılı için 2,4x seviyesinde bekliyoruz.

Erdemir, Bingöl'deki maden yatırımıyla hammadde tedarikinde avantaj sağlamayı ve ilave gelir üretmeyi hedefliyor. Bağlı ortaklığı Ermaden Bingöl-Avnik demir sahasında 550 milyon USD maliyetle Peletleme tesisi kurmayı planlıyor. Yatırımın, yaklaşık 250-300 milyon ton demir cevheri rezerviyle 2027 yılının başında devreye girmesi planlanmakta ve bu rezerv ile 100 milyon tonu aşkın pelet üretimi gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir. Yatırımın faaliyete geçmesiyle birlikte, şirketin toplam demirli hammadde kendine yetebilirlik oranı mevcut %15-20 seviyelerinden %40-45 seviyelerine çıkacak. Yatırımın 2027 yılından itibaren brüt kâra 200-250 milyon USD katkı sağlamasını öngörmekteyiz.

Altın madeni bulgusu heyecanla sonuçlanmayı bekliyor. Şirket bağlı ortaklıklarından Ermaden, Temmuz 2024'te Sivas ilindeki maden sahasında altın rezervine rastladığını açıkladı. Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) standartlarında rezerv tespit çalışmaları sürerken yatırımın büyüklüğü ve süresine dair belirsizliği nedeniyle bu durumu değerlememize dahil etmediğimizi ve bunun yukarı yönlü potansiyel taşıdığını belirtelim.

Risk Faktörleri: i) Çin'deki emlak krizinde toparlanma olmamasına bağlı olarak çelik sektörünün olumsuz yönde etkilenmesi ve ürün fiyatlarının düşük seviyelerde seyretmesi, ii) Enerji maliyetlerindeki olası artış, iii) Yurt içi talebin azalmasına bağlı olarak satışların düşmesi ve kârlılığın olumsuz etkilenmesi, iv) Devam eden yatırımların planlanan süre içerisinde tamamlanamaması, v) İşgücü maliyetlerinin yükselmesi ana risk faktörleri olarak sıralanabilir.

Ereğli Demir ve Çelik

46% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	EREGL TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	23,66
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	34,50
Getiri Potansiyeli	45,8%
Fiili Dolaşım Oranı	47,5%
Piyasa değeri, milyon TL	165,620
Piyasa değeri, milyon ABD doları	4,581
BIST-100 Endeks Ağırlığı	2,8%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	2,1%
Yabancı Yatırımcı Oranı	13,7%
Emeklilik Fonları Oranı	5,4%
Yatırım Fonları Oranı	12,9%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 19 Şubat itibarıyla

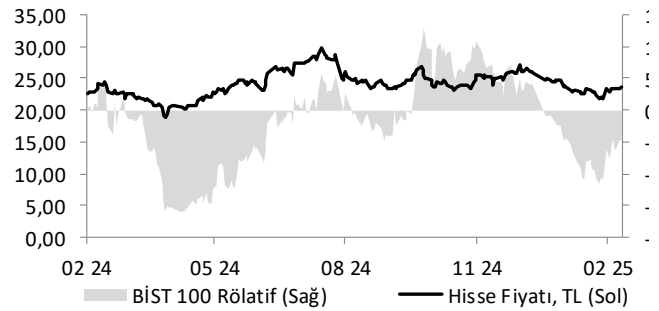
Finansallar, Milyon \$	2024	2025T	2026T	2027T
Gelirler	6,225	6,246	6,458	6,651
Gelir Büyümesi	-0,2%	0,3%	3,4%	3,0%
Esas Faaliyet Karı	642	518	665	785
Brüt Kâr	610	750	904	1,031
Brüt Kâr Marjı	9,8%	12,0%	14,0%	15,5%
FAVÖK	646	756	1,027	1,237
FAVÖK Marjı	10,4%	12,1%	15,9%	18,6%
Net Kâr	411	455	581	684
Net Kâr Büyümesi	141,7%	10,5%	27,8%	17,7%
Net Kâr Marjı	6,6%	7,3%	9,0%	10,3%
Net Borç	1,840	2,138	2,486	2,644
Net Borç / FAVÖK	2,8	2,8	2,4	2,1
F/K	12,5	10,1	7,9	6,7
FD/FAVÖK	10,8	8,9	6,9	5,8

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran (%)
Ataer Holding A.Ş.	3,449,965	49,3%
Diğer	3,550,035	50,7%
Toplam	7,000,000	

Kaynak: Finnet

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	2,6%	-6,3%	-2,7%	-2,5%
Rölatif	3,2%	-11,2%	-3,6%	-9,0%
İşlem Hacmi milyon \$	127,0	116,3	118,4	159,4

Kaynak: BIST, Finnet

Nazlı Tuna AKAR

tuna.akar@phillipcapital.com.tr

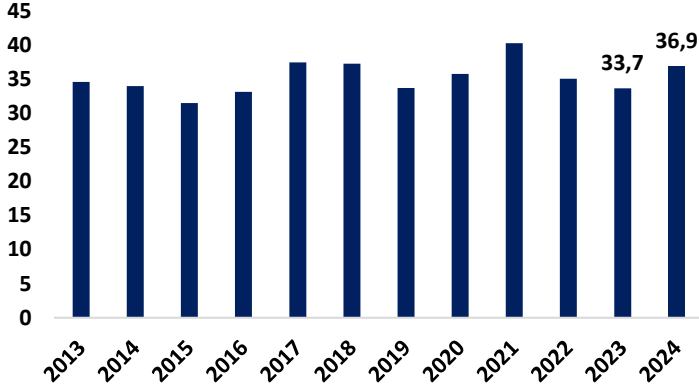
Banu DİRİM

banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Türkiye’de Çelik Üretimi

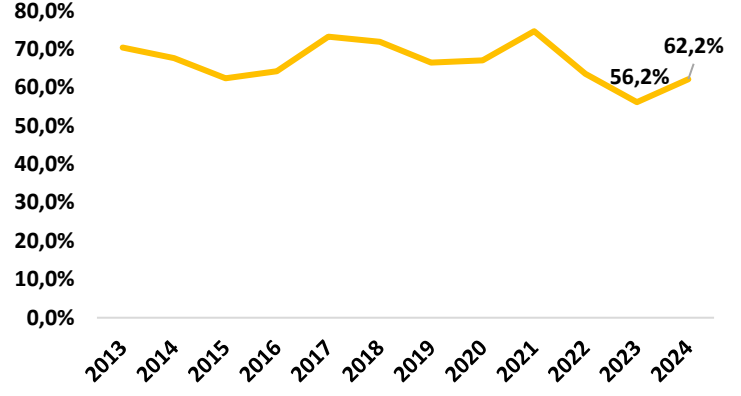


Türkiye Ham Çelik Üretimi (mn Ton)



Kaynak: Dünya Çelik Birliği

Kapasite Kullanım Oranı (%)



Kaynak: Dünya Çelik Birliği

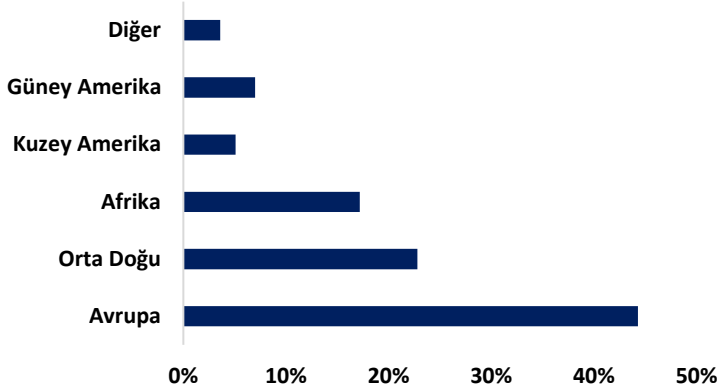
Türkiye’de çelik sektörü, 2022 yılında %63,6 kapasite kullanım oranıyla faaliyet gösterirken 2023 yılında ülkemizde meydana gelen deprem felaketinin etkisiyle %56,2 kapasite kullanım oranı ile 33,7 milyon ton ham çelik üretimi gerçekleştirildi. 2024 yılında ise kapasite kullanım oranı %62,2’ye yükseldi ve ham çelik üretimi yıllık %9,4 artışla 36,9 milyon tona çıktı. Böylelikle 2024 yılını küresel ham çelik üretiminde 8. sırada bitirdi. Dünya Çelik Birliği Kısa Vadeli Görünüm Raporu’na göre Türkiye’de çelik talebinin 2025’te %1,4 düşüşle 35,5 milyon tona gerilemesini öngörülmektedir.

Yılın ilk yarısında çelik ürünleri ihracatımız özellikle katma değerli ürün ihracatındaki artışın etkisiyle yüksek seyretti. Aralık ayında ihracatımız geçen senenin aynı dönemine kıyasla %16 artışla 1,3 milyon tona, 2024’ün tamamında ise 2023’e kıyasla %27,6 artışla 13,4 milyon tona çıktı. Kızıldeniz’deki devam eden gerilimlerin etkisiyle, talebin Türk üreticiler tarafından karşılanması ve Avrupa Birliği ülkelerine yapılan satışlar ihracatımızdaki artışın en önemli kaynaklarından biri oldu. 2024 yılında ihracat pazarlarında yaşanan talep daralmasına rağmen güçlü bir yükseliş trendi yakalayan Türkiye’nin, Ekim ayı hariç kalan tüm aylarda ihracatını artırarak sürdürdüğü bu performansını olumlu bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.

İthalatımız ise yarı ve uzun mamullerin yüksek artışından kaynaklı Aralık ayında geçen senenin aynı dönemine kıyasla %73,8 artışla 1,8 milyon tona ulaşırken 2024 yılının tamamında yıllık bazda %1,7 artışla 17,4 milyon ton oldu. Aylık bazda ithalatımızda yüksek oranda artış yaşanmasına karşın genel tablo itibari ile ithalattaki büyümenin sınırlı kaldığını söyleyebiliriz. Öte yandan 2023 yılının Ocak-Aralık döneminde %56,6 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2024 yılının aynı döneminde %74,0’e yükselerek trendin sürdürdüğünü göstermektedir.

Dünya Çelik Üretiminde Türkiye'nin Rolü

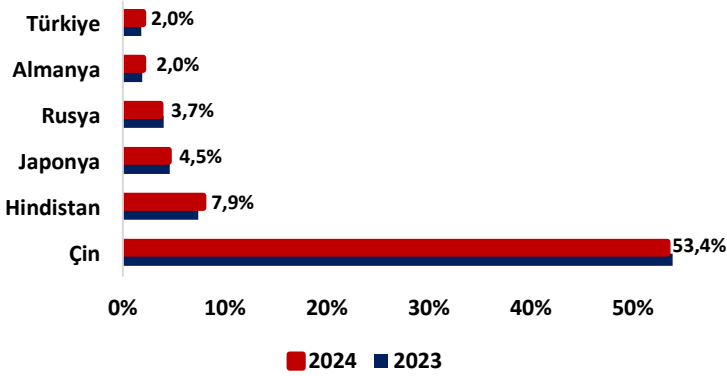
Kıtalara Göre Çelik İhracatı (2023)



2023 yılı itibarıyla Türkiye'nin çelik ihracatında en büyük pay %44,3 ile Avrupa Birliği'ne yapılırken, ikinci sırada Orta Doğu bölgesi yer almaktadır. İhracatın çeşitlendirilmesi ve sürdürülebilir üretim yöntemleri, yurt içi çelik sektörünün gelişiminde önemli bir rol oynamakla birlikte küresel çelik sektöründeki payımız ihracatımızdaki düşüş nedeniyle hafif düşüş göstermiştir. Nitekim 2017-2022 döneminde çelik sektöründe net ihracatçı konumunda olan Türkiye'nin ihracatı 2023 yılında yıllık bazda %26 oranında azalarak 10,5 milyon ton olurken net ihracatçı konumunu kaybetmiştir (2023 İthalat: 17,4 milyon ton).

Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

Dünya Çelik Üretimi Ülke Payları (%)

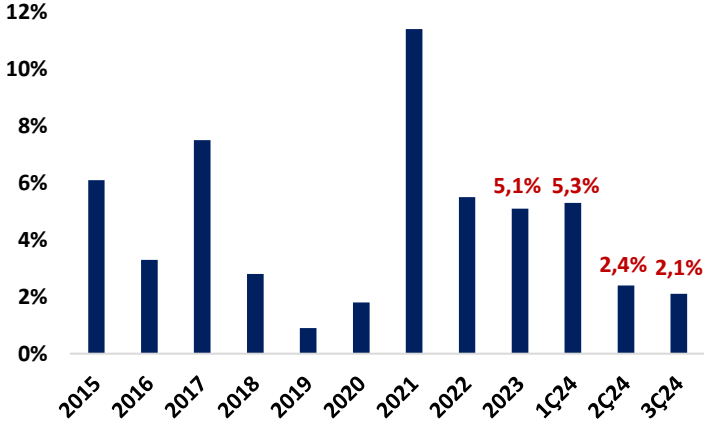


Küresel çelik üretiminin yarısından fazlasını tek başına gerçekleştiren Çin 2024 yılı itibarıyla %53,4'lük oranıyla açık ara farkla lider konumda yer alırken, ikinci sırada %7,9'luk payıyla Hindistan yer almaktadır. Türkiye ise 2024 yılı küresel çelik üretiminde %2,0'lik paya sahiptir.

Kaynak: Dünya Çelik Birliği

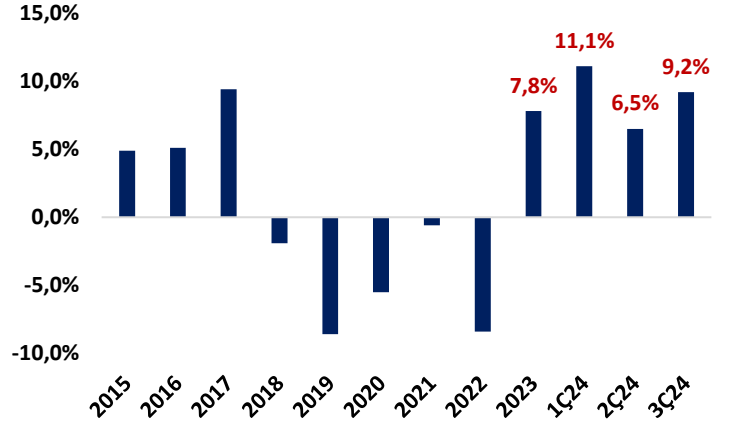


GSYH Büyüme (%)



Kaynak: TÜİK

İnşaat Sektörü Büyüme (%)



Kaynak: TÜİK

İnşaat Sektörü GSYH büyümesinin üzerinde performans gösterdi.

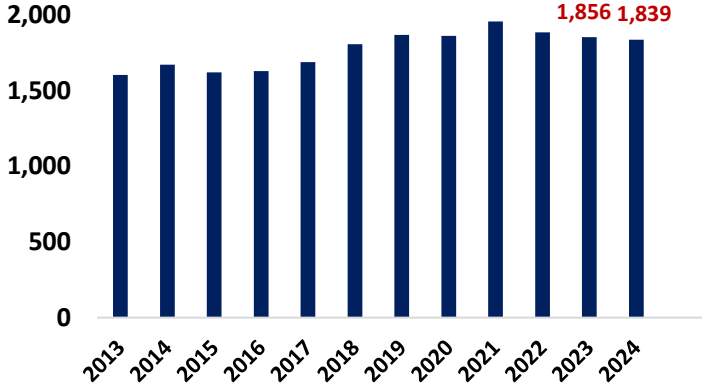
2023 yılında, ülkemizde meydana gelen depremin de etkisiyle inşaat sektörünün GSYH büyümesine önemli ölçüde katkı sağladığı görülmektedir. 2024 yılının ilk üç çeyreğinde sıkılaştırma politikaları, artan borçlanma maliyetleri ve talep kaynaklı zayıflıklar gibi olumsuz faktörlere rağmen inşaat sektörü, reel büyümeyi geride bırakarak daha yüksek bir büyüme performansı sergiledi. Deprem bölgesinde devam eden canlı talep ve TCMB'nin faiz indirim süreciyle birlikte kentsel dönüşüm ihtiyacının, 2025 yılının ikinci yarısında faiz oranlarının 2024 sonuna göre daha makul seviyelere gerilemesiyle konut arzının artarak talebi desteklemesini bekliyoruz.

Anti-damping uygulamalarının olumlu etkisinin, 2025'in ilk çeyreğinden itibaren hissedilmeye başlaması bekleniyor.

Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli sıcak haddelenmiş yassı çelik ithalatının dampingli fiyatlarla gerçekleştirildiği iddiasıyla yerli üreticilerin korunması adına Türkiye Çelik Üreticileri Derneği tarafından 31 Ekim 2023 tarihinde Ticaret Bakanlığı'na yapılan başvuru sonucunda damping soruşturması başlatılmıştı. Tamamlanan soruşturma sonucunda, bu ülkelerin haksız rekabete yol açacak şekilde dampingli fiyatlarla Türkiye pazarında önemli bir pay kazandığı tespit edildi. Bu kapsamda, Çin menşeli ürünlere yönelik firma bazında %15,42 ile %43,31 arası, Hindistan ve Rusya menşeli ürünler için firma bazında %6,1 ile %9 arası ve Japonya menşeli ürünler için firma bazında %9 oranında anti-damping vergisi uygulamaya konuldu. Söz konusu tedbir kararı Ekim 2024'ten itibaren başlamak üzere 5 yıl boyunca yürürlükte kalacak. Bu önlemler özellikle Çin'in düşük fiyatlarla rekabet etme stratejisini sınırlandırarak yerli üreticilerin fiyatlarını daha istikrarlı bir seviyede korumasını destekleyecektir. Ancak Ekim ayında başlayan anti-damping kararının dahilde işleme rejimi (DİR) nedeniyle (1 yıl içinde ihraç etmek amacıyla ithal edenler vergiden muaf) tam olarak katkı sağlamadığı, DİR'in arbitraj amacıyla kullanıldığı ve vergi kaybına da neden oldu. Buna bağlı olarak DİR'de önümüzdeki dönemde süre sınırlama şeklinde düzenleme yapılması durumunda anti-damping uygulamasının piyasa üzerindeki etkisinin artabileceği ve bu durumun yurt içi çelik üreticilerine olumlu yansıtılabileceği bekleniyor. Dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanması, yerel çelik üreticileri açısından önemli bir avantaj yaratırken bu durumun Erdemir'in kârlılığına ve rekabet gücüne 1Ç25'ten itibaren kademeli olarak olumlu katkı sağlayacağını öngörüyoruz.

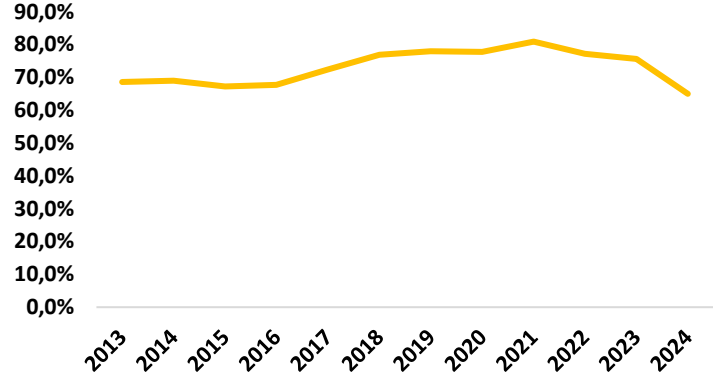
Dünya’da Çelik Üretimi

Küresel Çelik Üretimi (mn Ton)



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

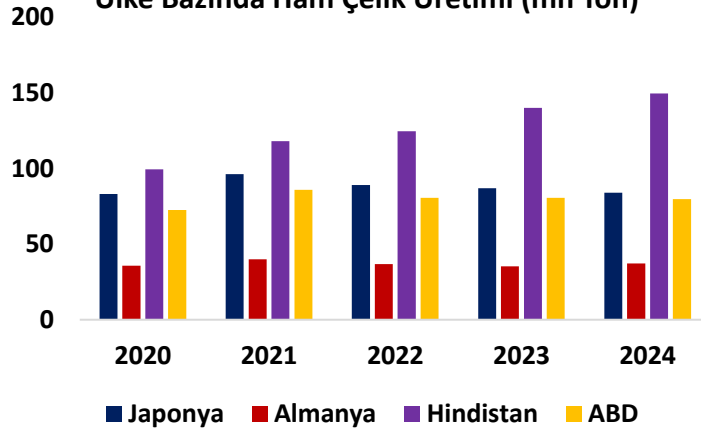
Kapasite Kullanım Oranı (%)



Kaynak: OECD

Dünya Çelik Birliği Kısa Vadeli Görünüm Raporu'na göre, 2025 yılında Çin hariç toparlanma beklentisiyle çelik talebinin %1,2 artarak 1,77 milyar tona ulaşacağı beklenmektedir.

Ülke Bazında Ham Çelik Üretimi (mn Ton)



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

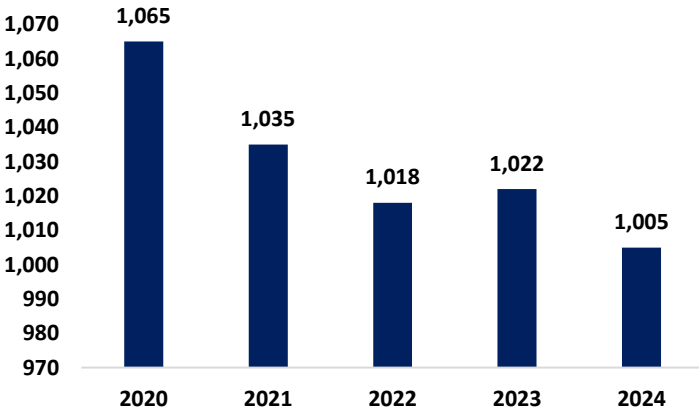
Küresel çelik kapasitesinin son yıllarda giderek artan bir seyir izlediği görülmektedir. Çin, 2024 itibarıyla küresel ham çelik üretiminin yaklaşık %53,4’ünü oluşturmakta olup bu artışa yön veren en önemli üreticilerden biridir. Ancak son iki yıldır süregelen emlak krizi, yurt içi tüketimin zayıf seyri ve küresel çelik talebinin azalmasına bağlı olarak 2024 yılında dünya çelik üretimi yıllık bazda %0,9 azalışla 1,84 milyar ton olarak açıklandı. Dünya çelik üretiminde ikinci sırada yer alan Hindistan’ın ham çelik üretimi yıllık bazda %6,3 artışla 149,6 mn ton, Japonya’nın üretimi %3,4 azalışla 84,0 mn ton, Almanya’nın üretimi %5,2 artışla 37,2 mn ton ve ABD’nin üretimi ise %2,4 düşüşle 79,5 mn ton olarak gerçekleşti.

Çin

Çin 2024 yılı itibari ile %53,4 oranındaki pazar payıyla dünyanın en büyük çelik üreticisi olmasından dolayı çelik fiyatlarının seyri üzerinde belirleyici konumdadır. Çin'in iç tüketiminde yaşanan daralma ve emlak sektöründe meydana gelen krize bağlı olarak 2024 yılında Çin'in ham çelik üretimi yıllık bazda %1,7 azalışla 1,01 milyar ton seviyesinde gerçekleşerek son 5 yılın en düşük seviyesine geriledi. Yıllar itibari ile bakıldığında Çin'in iç tüketiminin her geçen sene düşüş gösterdiği görülmekte ve bu doğrultuda sektördeki krizin hala aşılamadığı bu dönemde, 2025 yılında Dünya Çelik Birliği verilerine göre Çin'in çelik talebinde %1'lik bir düşüş yaşanması öngörülmektedir.

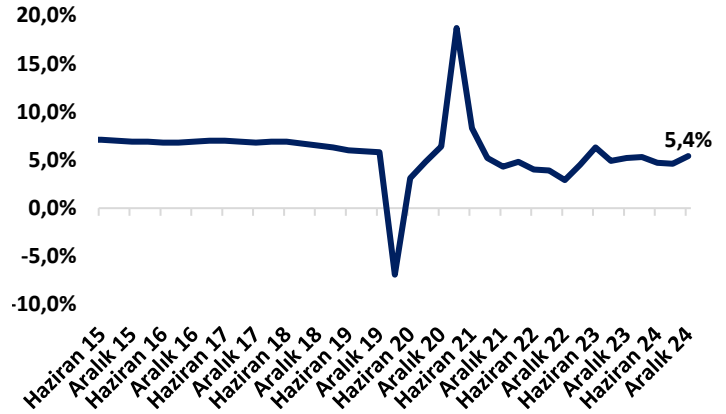
Diğer yandan Çin ekonomisi, özellikle 2. ve 3. çeyrekte yavaşlayan büyümenin ardından 4. çeyrekte uygulanan teşvikler ve ihracattaki yüksek artış sayesinde hızlanarak %5,4 büyümeye kaydetti. Bu doğrultuda, belirlediği %5 büyümeye hedefinin gerisinde kalma endişesini geride bırakarak yılı planladığı şekilde %5 büyümeye oranı ile tamamladı.

Çin Ham Çelik Üretimi (mn Ton)



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Çin GSYH Büyüme (%)



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

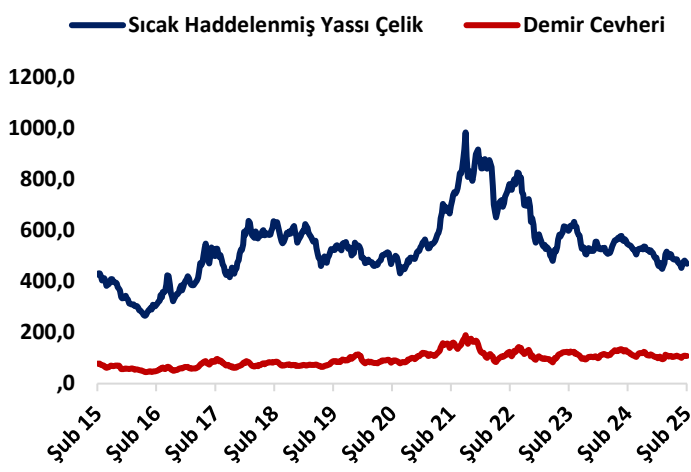
Çelik fiyatları üzerindeki baskı devam ediyor

Çin'de pandemi ile başlayan daralma, gayrimenkul sektörü ve emlak piyasasında baskı oluşturarak konut fiyatları üzerinde olumsuz etkiler yaratmaya devam etmekte ve hala çözülemeyen bir kriz olarak varlığını sürdürmektedir. Bu çerçevede, iç talepteki belirgin daralmaya bağlı olarak gayrimenkul projelerindeki duraksama çelik tüketiminde ciddi bir azalma yaratırken çelik tüketiminin çelik üretiminden daha fazla düşmesi sonucu tüketilmeyen çeliklerle ucuz çelik ihracatına yönelen Çin, ekonomik görünümün belirsizliği nedeniyle talep ve çelik fiyatları üzerindeki baskıyı arttırmaktadır.

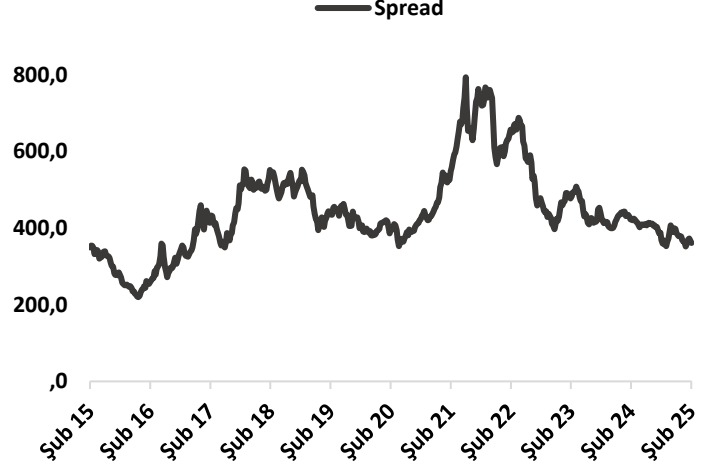
Eylül ayından bu yana kapsamlı teşvik paketi uygulayan Çin hükümeti, açıkladığı teşviklerle emtia fiyatlarında kısa vadede yukarı yönlü umut verici hareket görülmüş olsa da kalıcı bir iyileşme için henüz net sinyaller alınmış değil. Öte yandan Çin yurt içi tüketimin toparlanmasını teşvik ederek ekonomik büyümeyi destekleyecek adımları atmaya devam edecek gibi görünüyor. Nitekim Mart ayında yapılacak Ulusal Halk Kongresi'nde proaktif bir maliye politikası benimseyerek büyüme yanlısı önlemleri hızlandırabilecek olması da bu yaklaşımın bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Gelecek yeni teşvikler ve politikalarla birlikte talebin artarak büyümeyi desteklemesi ve çelik fiyatlarını güçlendirerek Erdemir'in satış gelirlerine önemli katkı sağlamasını bekliyoruz. 2025 yılının ikinci yarısından itibaren toparlanmanın kademeli olarak gerçekleşeceğini öngörüyor, ekonominin yeniden canlanarak emtia talebini artırmasıyla çelik sektörünün istikrarlı bir büyüme göstereceğini düşünüyoruz. Ancak yine de fiyatlardaki toparlanma hızının ve kalıcılığının büyük ölçüde teşvik politikalarının başarısına bağlı olduğunu hatırlatmak isteriz.

Fiyat Gelişmeleri

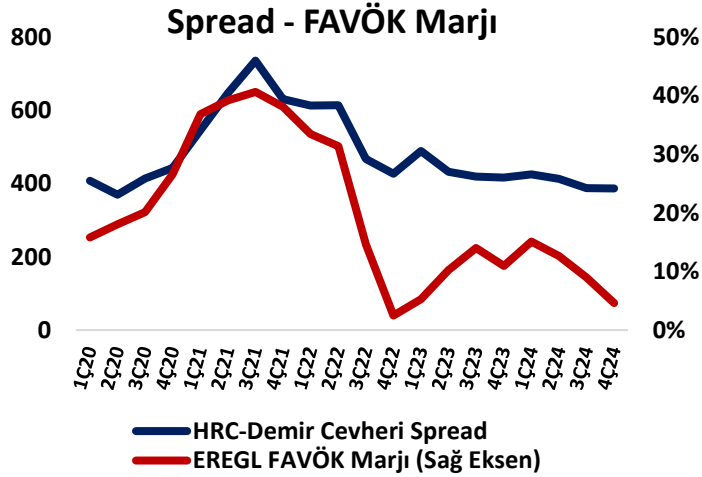
Global çelik oyuncularının ana aktörü olan Çin, çelik fiyatlarını yönlendirme gücüne sahip olmakla birlikte yurt içi piyasada yaşanmakta olan emlak krizinin etkisiyle emtia fiyatlarının baskılanmasına neden olmaktadır. Çelik fiyatlarıyla beraber demir cevheri ve kok kömürü gibi ana hammaddelerin fiyatları da gerilediğinde marjlar arasında denge sağlanmaktadır. Bu doğrultuda aşağıda Sıcak Haddelenmiş Yassı Çelik (HRC) ve Demir Cevheri arasındaki Spread'in Erdemir'in FAVÖK marjı üzerindeki etkisini görebilirsiniz.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

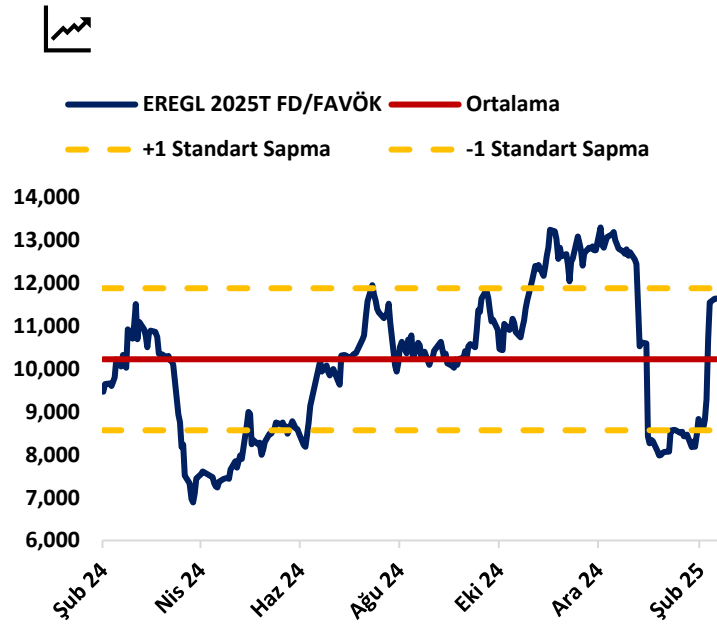


Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

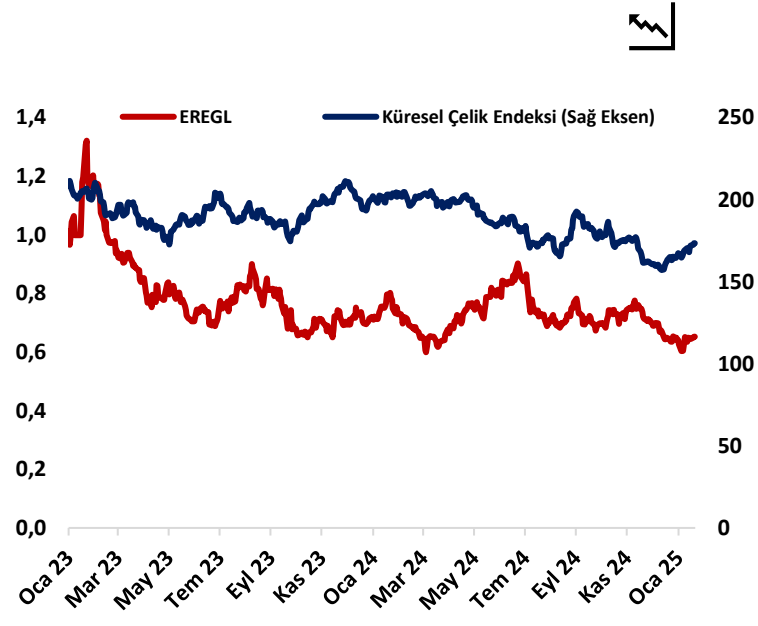
Çelik üretiminin en önemli girdisi olan demir cevheri ve nihai ürün olan HRC arasındaki spread'in 2024 yılının ilk aylarında paralel seyretmesine karşın Erdemir'in operasyonel verimliliğindeki iyileşmeler ve satış hacminin geçen senenin aynı dönemine kıyasla yükselmesi neticesinde FAVÖK marjında artış meydana geldi. İkinci çeyrekte ise spread'in hafif daralmasıyla (demir cevheri fiyatlarının yükselmesi, HRC fiyatlarının düşmesi) FAVÖK marjı, maliyet artışları ve ürün fiyatlarındaki düşüş nedeniyle çeyrek bazda düşüş gösterdi. Ancak satış hacmindeki artış, satış gelirlerini artırarak finansal performansı olumlu etkiledi. Yılın ikinci yarısında ise demir cevheri fiyatlarındaki düşüşe rağmen sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatlarındaki gerileme şirketin FAVÖK marjının çeyrek bazda daralmasına neden oldu. Bu doğrultuda şirketin FAVÖK marjı 2024 yılında %10,4 olarak gerçekleşti (3Ç24: % 9,0, 4Ç24: % 4,6).

Görüldüğü gibi HRC-Demir cevheri arasındaki spread'in Erdemir'in FAVÖK marjı ile arasında pozitif korelasyonu bulunmaktadır. 2025'in ikinci yarısından itibaren teşvikler ve politikaların desteğiyle talepte beklenen kademeli artışın, sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatlarında yukarı yönlü bir ivme yaratması ve bu durumun Erdemir'in 2025 yılı FAVÖK marjına olumlu yansıyarak %12,1 seviyesinde gerçekleşmesini öngörmekteyiz.

Aşağıdaki grafikte EREGL'nin, küresel çelik endeksi ile pozitif bir korelasyon sergilediği gözlemlenmektedir. Bu durum, şirketin uluslararası piyasalardaki dalgalanmalardan etkilendiğini ortaya koymaktadır. ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşı endişeleri, Çin'deki düşük iç talep ve zayıflayan yuan çelik fiyatlarında şimdilik kalıcı bir toparlanmanın önüne geçiyor.

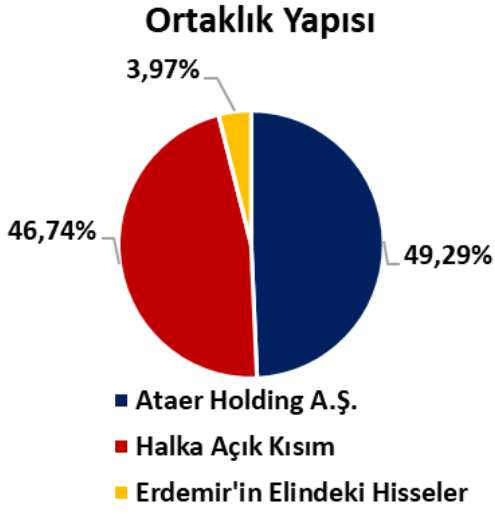


Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma



Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

Ereğli Demir Çelik'e Genel Bakış



Kaynak: Erdemir

1965 yılından bu yana Türkiye'nin ilk ve lider yassı çelik üreticisi konumunda olan Erdemir; madencilik, endüstriyel gaz üretimi, otomotiv, beyaz eşya, haddecilik, savunma sanayi, elektrik elektronik, ısı gereçleri ve yenilenebilir enerji gibi birçok alana yönelik üretim yapan ve yıllık 9,5 milyon ton/yıl üretim kapasitesine sahip köklü bir şirkettir. Bağlı şirketleri İsdemir, Erdemir Maden, Erdemir Çelik Servis Merkezi, Erdemir Mühendislik, Erdemir Romanya, Kümaş Manyezit, Erdemir Enerji, Erdemir Asia Pacific ve İsdemir Linde Gaz Ortaklığı, Yenilikçi Yapı Malzemeleri ile Erdemir grubunun ana ortağı ATAER HOLDİNG A.Ş. olup geniş bir yelpazede faaliyet gösteren Türkiye çelik sektörü öncüsüdür. Hem küresel çelik kullanıcıları hem de yurt içi müşterilere yönelik yüksek kalite ve dünya standartlarına uygun yassı ve uzun çelik üretimi gerçekleştirmektedir.



EREGL (Erdemir) üretimlerini, Ereğli Demir Çelik ve İskenderun Demir Çelik tesisleri olmak üzere iki ayrı tesiste gerçekleştirilmektedir.

Ereğli Demir Çelik, ülkemizin en büyük entegre yassı çelik üreticisi olup yıllık 4 milyon ton ham çelik ve 5 milyon ton nihai ürün kapasitesine sahiptir.

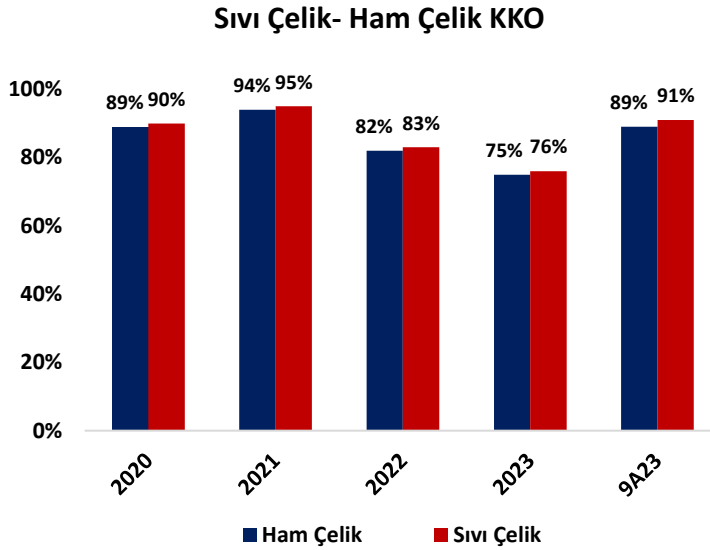
İskenderun Demir çelik, 5,8 milyon ton/yıl sıvı çelik, 3,5 milyon ton/yıl yassı ürün, 0,6 milyon ton/yıl kangal ve 2,5 milyon ton/yıl kütük nihai ürün üretim kapasitesine ve en büyük sıvı çelik kapasitesine sahip olup hem uzun hem de yassı ürün üretebilen tek entegre çelik tesisi olma özelliğine sahiptir.

Entegre tesiste, demir cevheri doğrudan işlenerek ham demir ve çelik üretilir. Ham maddelerin dışarıdan temin edilmeden yerinde işlenmesi, üretim sürecinde verimliliği artırırken enerji ve üretim maliyetlerini düşürerek toplam maliyetler içindeki payını optimize etmektedir. Bu avantajlar, entegre tesis yapısı dolayısıyla Ereğli'nin kârlılığını artırmaya olanak tanımaktadır.

Erdemir, ülkemizin ve bölgenin en büyük limanları arasında yer alan Karadeniz Ereğli ve İsdemir limanlarına sahip olup kendi limanlarına sahip olması depolama ve lojistik ağı açısından avantaj sağlamaktadır. Limanların yüksek kapasitesi sayesinde, kullanılmayan alanlar başka şirketlere kiralanarak liman gelirleri elde edilmekte ve bu durum şirketin kârlılığına ek bir katkı sağlamaktadır.

Operasyonel Görünüm

Şirketin geçmiş dönem kapasite kullanım oranlarına baktığımızda, 2023 yılında meydana gelen deprem nedeniyle hasar gören İskenderun tesisinin geçici olarak faaliyetlerine ara vermesiyle kapasitede bir düşüş yaşanmıştır. Bu durumla beraber genel dönem itibarı ile yüksek kapasite ile çalışıldığı gözlemlenmiştir.



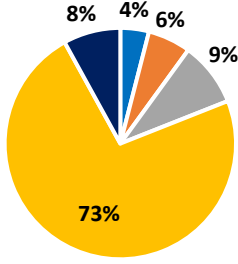
Kaynak: Erdemir

Şirket, 2023 yılında Şubat ayında ülkemizde meydana gelen deprem felaketi nedeniyle İskenderun tesislerinde durum tespit çalışmaları kapsamında yaklaşık 3 aylık zaruri bir duraklama yaşadı. Bu duraklama sonucunda 2023 yılında ham çelik kapasite kullanım oranı %75 oldu ve kapasite kullanım oranı sonucunda 6,68 mn ton yassı çelik, 649 bin ton uzun çelik olmak üzere toplam 7,33 milyon ton satış yapıldı. 2024 yılında ise depremin etkilerinden önemli ölçüde kurtularak kapasite kullanımında artış sağlandı; ham çelik kapasite kullanım oranı %89 seviyesine yükseldi. Bu iyileşmeyle birlikte şirket 7,09 mn ton yassı çelik, 957 bin ton uzun çelik olmak üzere toplamda 8,05 milyon ton satış gerçekleştirdi. 2025 yılında ise anti-damping vergilerinin yılın ilk çeyreğinden itibaren yurt içi çelik fiyatlarına kademeli olarak destek sağlayacağını, ayrıca Çin ürünleriyle rekabet gücünün artmasıyla satış hacminin yıllık yaklaşık %1 artışla 8,12 milyon tona ulaşacağını öngörüyoruz.

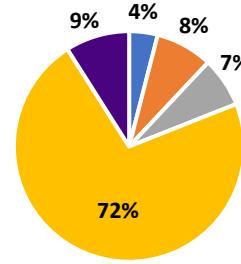
Maliyet Kırılımları

Erdemir'in temel hammaddeleri ağırlıklı kömür, demir cevheri ve hurdadan oluşmaktadır. 2024 yılında maliyetlerin %72'si hammaddelerden, %4'ü amortisman ve itfa giderlerinden, %8'i personel giderlerinden, %7'si satın alınan enerji giderlerinden ve %9'u diğer kalemlerden meydana gelmiştir. %72 oranındaki hammadde maliyetinin %35'i demir cevheri %38'i, kömür ve %9'u hurda ağırlıklıdır (Diğer %18).

2023 Maliyet Kırılımları



2024 Maliyet Kırılımları

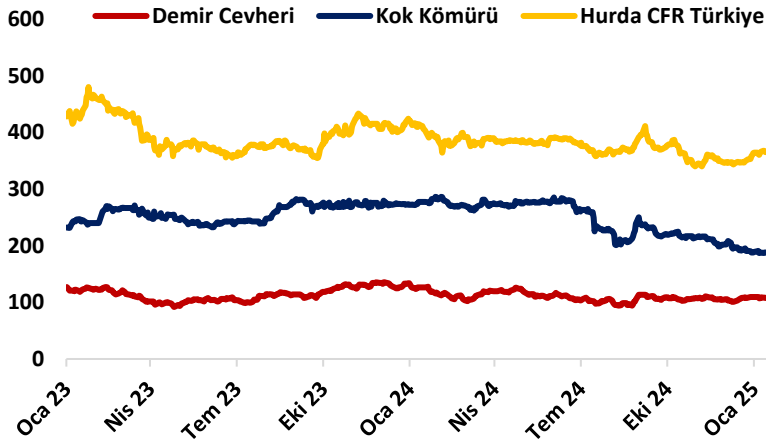


- Amortisman ve İtfa Giderleri
- Personel Giderleri
- Satın Alınan Enerji Giderleri
- İlk Madde ve Yard. Malz. Giderleri
- Diğer

- Amortisman ve İtfa Giderleri
- Personel Giderleri
- Satın Alınan Enerji Giderleri
- İlk Madde ve Yard. Malz. Giderleri
- Diğer

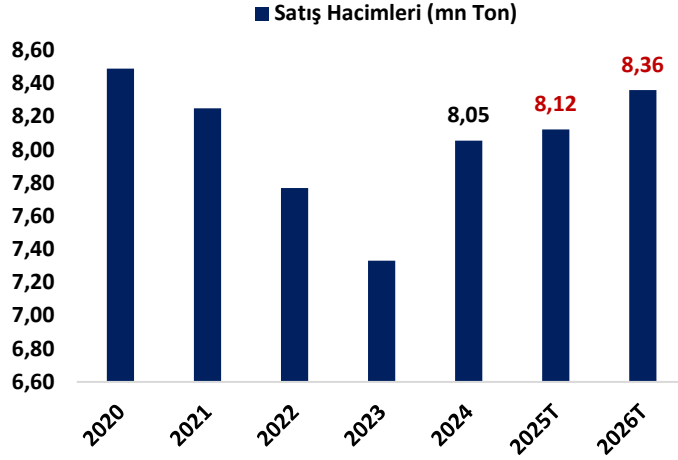
Kaynak: Erdemir

Aşağıdaki grafikte 2024 döneminde özellikle 3. çeyrekte hammadde fiyatlarında, kok kömürü ve hurda tarafında belirgin düşüşler yaşandığı görülmektedir. Hammadde fiyatlarındaki düşüşlerin etkisinin gecikmeli olarak önümüzdeki dönemde maliyetlere yansması beklenebilir, ancak çelik fiyatlarının da düşük seviyelerde seyretmesi nedeniyle kârlılık tarafında kısa vadede belirgin bir iyileşme görülmeyebilir. Önümüzdeki dönemde küresel çelik sektöründeki gelişmelere bağlı olarak dönemsel olarak ürün fiyatlarında artışlar meydana gelebilir. Bu doğrultuda operasyonel marjlarda toparlanmanın Çin yönetiminin teşvikleri ve majör merkez bankalarının faiz indirimlerine paralel olarak kademeli görülmelerini bekliyoruz.



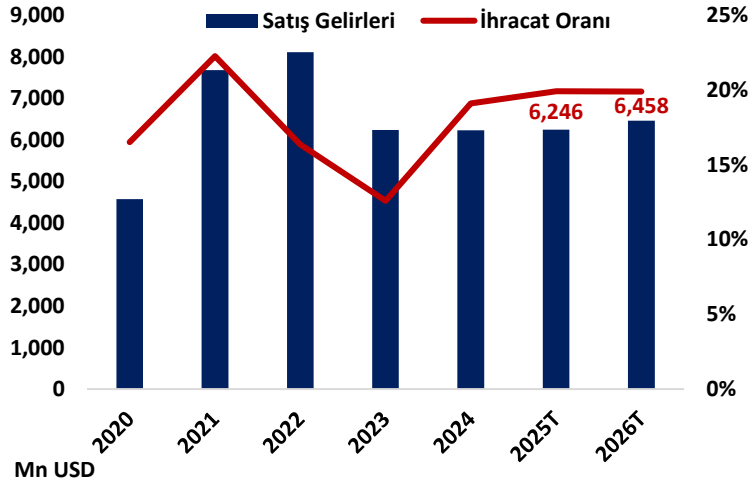
Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

Satış Performansları



Kaynak: Erdemir, PhillipCapital Araştırma

Erdemir'in "Net Sıfır Yol Haritası" kapsamında 2030 yılının sonuna kadar ham çelik üretim kapasitesinin mevcut 9,5 mn tondan 13 mn tonun üzerine çıkması hedefleniyor. Bu kapsamda devreye alınacak olan ilk elektrikli ark ocağının 2028 yılının sonunda, ikincisinin ise 2030 yılının sonunda devreye alınması öngörülmektedir. Buna bağlı olarak toplam ham çelik kapasitesinin 2028 yılında 10 mn tona, 2030 yılında ise 13 mn tona çıkacağını öngörüyoruz. Ek olarak Şirket, entegre tesisin sağladığı avantajlardan faydalanmaya devam ederken, elektrikli ark ocaklarının bünyeye dahil edilmesiyle sürdürülebilirlik açısından daha güçlü bir yapıya erişecek.



Kaynak: Erdemir, PhillipCapital Araştırma

Şirket, 2023 döneminde 5,45 milyar USD yurt içi ve 785 milyon USD ihracat geliri ile toplamda 6,25 milyar USD satış geliri elde etti. 2024 yılında ise yurt içi gelirler %8,5 azalarak 4,99 milyar USD'ye, ihracat gelirleri ise %57,4 artarak 1,24 milyar USD'ye çıktı. Böylelikle 2024'ün tamamında yıllık %0,2 azalışla 6,22 milyar USD ciro elde etti (4Ç24: 1,60 milyar USD gelir; 1,32 milyar USD yurt içi, 279 mn USD ihracat). 2025 yılının büyük bir bölümünde ise fiyatlamanın zayıf ve yurt dışı satış gelirlerinin stabil seyredeceğini öngördüğümüzden %0,3 oranında ılımlı artışla şirketin 6,25 milyar USD ciroya ulaşacağını tahmin ediyoruz. İhracat oranının uzun dönem ortalamasının %15-%20 bandında seyrettiği varsayımıyla hem 2025 hem 2026 için ihracatın toplam satışlar içerisindeki payının %20 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

Finansal Görünüm



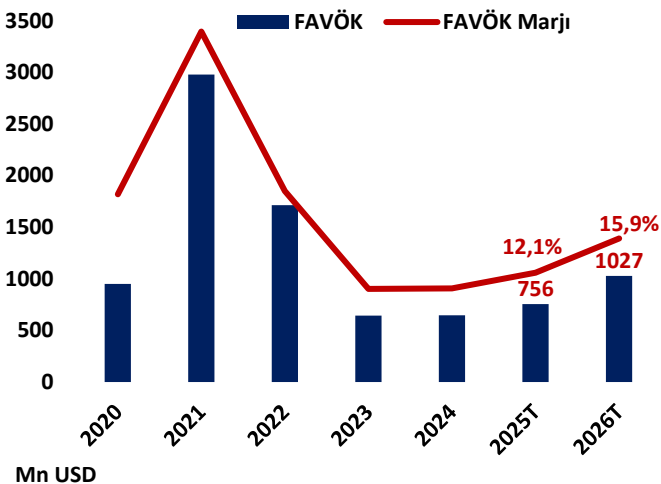
2024 yılının genel görünümüne baktığımızda küresel çelik piyasasında, dolar bazında demir cevheri ve buna paralel olarak sıcak haddelenmiş yassı çelik (HRC) fiyatlarının zayıf seyretnesi ton başına satış gelirinin azalmasına yol açtı. Ancak Erdemir, satış hacmindeki iyileşmeye (+%10) bağlı olarak dolar bazında sınırlı bir azalışla (-%0,2) 6,2 milyar USD ciro elde etti. Faaliyet kârlılığı tarafında çelik piyasasındaki fiyatlamaya koşulları nedeniyle önceki yıla kıyasla zayıflama görülürken özellikle 4. çeyrekteki ton başına FAVÖK'ün tarihi düşük seviyeye gerilemesi dikkat çekti. Öte yandan yatırımlardan kaynaklanan ertelenmiş vergi geliri (37,4 mn USD) ve özellikle sigorta tazminatı avansı (360 mn USD) net kârı destekledi; net kâr 2024 yılında 411 milyon USD düzeyinde gerçekleşti (2023: 170 milyon USD kâr).

Küresel çelik piyasasında zayıf talep görünümüne rağmen Erdemir 2024 yılında yurt içi piyasadaki 36,9 milyon ton ham çelik üretiminin %23'ünü gerçekleştirdi. Özellikle 4. çeyrekte önceki çeyreklere göre artan kapasite kullanımı ile satış hacmi 2,2 milyon tona yükselirken 2024 yılı satış miktarı 2023'e kıyasla yaklaşık %10 artışla 8,05 milyon ton oldu. Böylelikle şirket 2024 yılını kendi beklentisi olan 8 milyon tonun üzerinde satışla tamamladı.

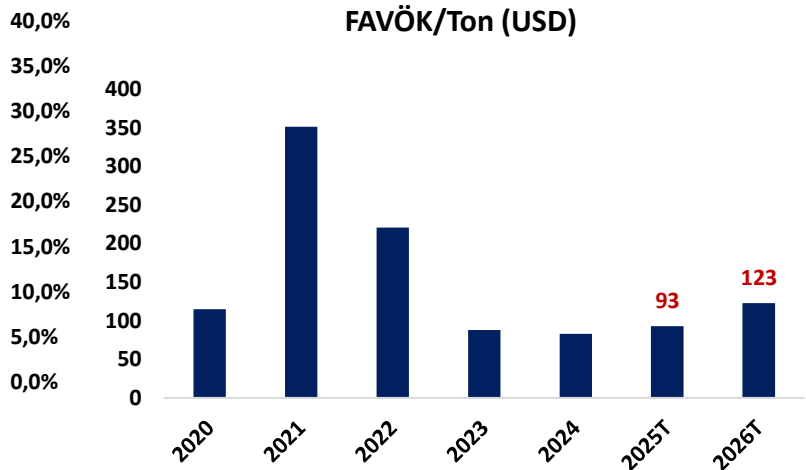
2024 yılında nihai ürün olan sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatlarındaki gerileme ve özellikle yılın ikinci yarısında faaliyet giderlerinde belirginleşen artış nedeniyle operasyonel görünümde zayıflama meydana geldi. Bu doğrultuda FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %8 düşüşle 646 milyon USD olarak açıklandı. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 90 baz puan azalışla %10,4 seviyesine geriledi. 9A24 itibarıyla ton başı FAVÖK 99 USD seviyesinde iken özellikle 4. çeyrekte çelik fiyatlarındaki belirgin düşüşün etkisiyle ton başı FAVÖK 39 USD'ye gerileyerek yılı 83 USD ile tamamladı (2023: 92 USD). **Sonuç olarak, 2024 yılında şirketin cirosu 6,2 milyar USD, FAVÖK'ü 646 milyon USD, net kârı ise 411 milyon USD olarak gerçekleşti.**

2025 yılında küresel bazda faiz indirimleri ve Çin yönetiminin teşviklerinin etkisiyle kademeli olarak talepte iyileşme yaşanacağını ve çelik fiyatlarında toparlanma görüleceğini varsayıyoruz. Şirket yönetimi ton başına FAVÖK'te 4Ç24'te görülen seviyenin dip olduğunu değerlendirirken enerji verimliliği yatırımlarıyla maliyetlerde sağlanacak düşüşün (çelik fiyatları değişmese dahi) 2025 yılında ton başına FAVÖK'e 8 USD katkı sağlayacağını ve diğer yatırımlarla birlikte bu katkının daha da artacağını öngörüyor. **İskenderun'daki yüksek fırın yatırımı ve Ereğli'deki kok bataryası yatırımının 2025 yılının ilk yarısında tamamlanması planlanıyor.** Bu kapsamda küresel gelişmelere bağlı olarak kömür ve enerji fiyatlarında dalgalanmalar meydana gelse bile enerji yatırımları nedeniyle 2025 yılı ton başı FAVÖK'ün 93 USD, FAVÖK marjının ise %12,3 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Söz konusu varsayımlar altında, 2025 yılında Şirket'in yıllık bazda %0,3 oranında ılımlı bir artışla 6,25 milyar USD satış geliri, %17 artışla 756 milyon USD FAVÖK ve %11 artışla 454,5 mn USD net kar elde etmesini öngörüyoruz. 2026 yılında ise sektördeki toparlanmanın ve fiyatlardaki dengelenmenin kalıcı hale gelmesini öngördüğümüzden yıllık %3,4 artışla 6,5 milyar USD satış geliri, %36 artışla 1,03 milyar USD FAVÖK ve %28 artışla 581 milyon USD net kâr bekliyoruz.

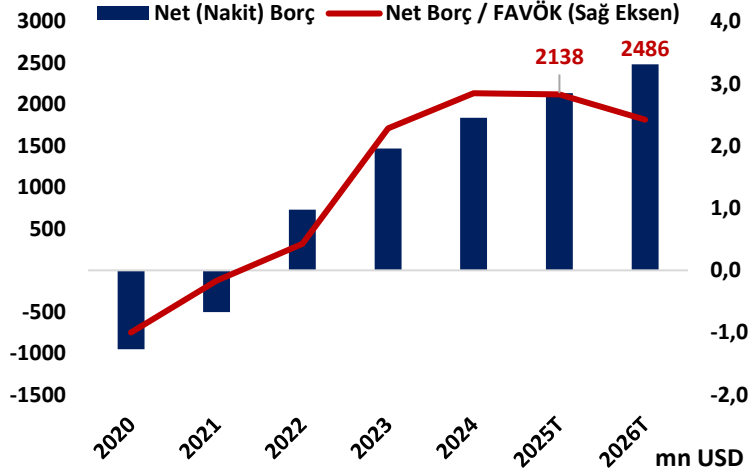


Kaynak: Erdemir, PhillipCapital Araştırma



Kaynak: Erdemir, PhillipCapital Araştırma

2023 sonunda deprem kaynaklı operasyonel kârlılıktaki zayıflık nedeniyle şirketin net borcu 1,47 milyar USD seviyesine ulaştı. 2024 yılında ise 1,1 milyar USD'lik yatırım harcamasının etkisiyle net borç 1,84 milyar USD'ye yükseldi. Bununla birlikte 2023 yıl sonu 2,1x olan Net Borç/FAVÖK oranı 2024 itibarıyla 2,8x'e çıktı. Şirketin en önemli yatırımları arasında yer alan Pelet Tesisi ve Net Sıfır Karbon yatırımları dışında, yıllık 200-250 milyon USD tutarında modernizasyon yatırımları bulunmaktadır. Bu doğrultuda yapılan tüm yatırım harcamalarına rağmen 2025 yılında operasyonel toparlanmayla Net Borç / FAVÖK oranının geçen sene ile paralel olarak 2,8x olup 2026 yılında ise 2,4x seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.



Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Yatırımlar

Net Sıfır Karbon

Erdemir karbon salınımlarını azaltma hedefi doğrultusunda 2030 yıl sonuna kadar kadar baz yıl olarak belirlediği 2022 yılına göre ton başına karbon emisyonunu %25, 2040 yılına kadar %40 oranında azaltmayı ve 2050 yılına kadar ise "Net Sıfır" emisyonu ulaşmayı hedefliyor. Bu doğrultuda "Net Sıfır Karbon" projesi kapsamında 2030 yıl sonuna kadar karbon emisyonlarını asgari %25 oranında azaltmak için 3,2 milyar USD yatırım harcaması yapacağını açıkladı. Projelerin finansmanı için sürdürülebilirlik esasına dayalı ağırlıklı yurt dışı finansman olanaklarından yararlanmayı planlamakta. Bu bağlamda çeşitli aşamalardan meydana gelen aksiyonlar şu şekildedir:

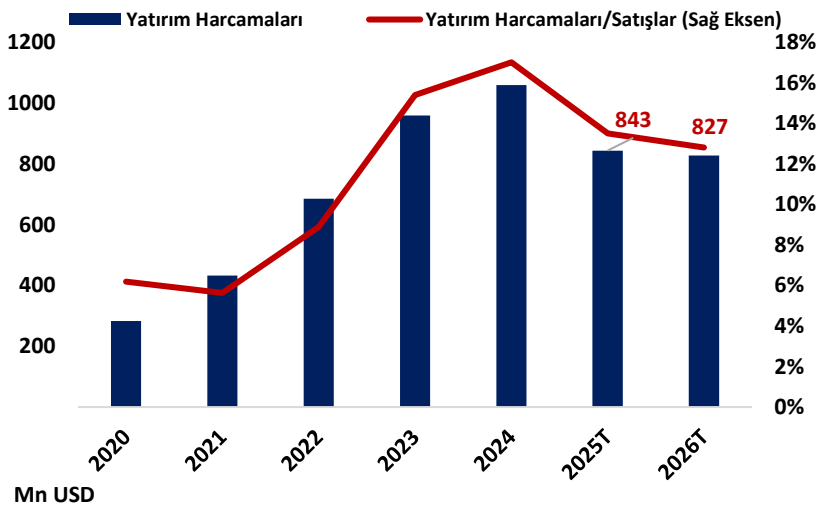
- 1. Elektrikli Ark Ocağı Yatırımı:** Yatırımın ilk aşamasını oluşturan elektrikli ark ocaklarından ilkinin 2028 yılının sonunda, ikincisinin ise 2030 yılının sonunda devreye alınması hedeflenmektedir. Bu yatırımlar sayesinde, her iki ark ocağı ile birlikte mevcut 9,5 milyon ton civarındaki üretim kapasitesinin 13 milyon tonun üzerine çıkması bekleniyor.
- 2. Enerji Verimliliği Çalışmaları:** Kaynaklarını etkin bir şekilde kullanarak enerji tüketimini optimize edecek ve böylece dışarıdan enerji alımını minimuma indirecektir.
- 3. GES Yatırımları:** Erdemir'de toplam 424 MW, İsdemir'de toplam 530 MW kurulu güçte santralin 2025 yıl sonuna kadar tam kapasiteye ulaşması bekleniyor.
- 4. Biyokütle Kullanımı:** Üretimin çeşitli süreçlerinde kullanılan kömürün yerine, emisyon faktörü sıfır olan biyokütle kullanılması yönelik çalışmalar gerçekleştiriliyor. Bu kapsamda, Erdemir 7.000 ton/yıl biyokömür üretim kapasiteli pilot Piroлиз Tesisi'ni devreye aldı.
- 5. DRI Yatırımı:** Daha çevreci olan doğalgaz bazlı DRI teknolojisi kullanılacak. İlk aşamada doğalgaz, sonraki aşamada Yeşil Hidrojen ile enerji sağlayarak daha çevreci olacak. Bu kapsamda Erdemir, yeşil dönüşüm hedefi doğrultusunda Ekim ayında 1'inci Yüksek Fırın'a hidrojen enjeksiyonunu başarıyla tamamladı.
- 6. Karbon Yakalama ve Depolama (CCS):** Uzun vadede, proseslerden çıkan karbonun yakalanması ve depolanması teknolojileri ile kaçınılmaz emisyonların sıfırlanması hedeflenmektedir.

Çeliğin yeşil yolculuğu kapsamında ilk olarak 2030'a kadar karbon salınımını Güneş Enerji Santralleri, Elektrikli Ark Ocakları, Biyokütle ve Enerji Verimliliği yatırımlarıyla %25 seviyelerine düşürmeyi planlayan şirket, sonraki adımda 2040 yılına kadar DRI (Doğalgaz) yatırımı ile mevcut %25'lik karbon salınımı azaltım hedefini %40'a çıkarmayı hedefliyor. 2050 yılına kadar ise DRI (Yeşil Hidrojen) ve Karbon Yakalama ve Depolama (CCS) yatırımıyla beraber net sifıra ulaşması bekleniyor. Bu doğrultuda, yenilenebilir enerji kullanımının artması, düşük karbonlu teknolojilerin ön plana çıkarılması ve üretilen çeliğin Avrupa Birliği standartlarına uygun şekilde üretilmesi önem taşımaktadır.

Peletleme Tesisi

Şirket, Bingöl-Avnik demir madeni sahasında gerçekleştirdiği sondaj çalışmaları sonucunda önemli sonuçlar elde etti ve bu nedenle Kasım 2022'de peletleme tesisi kurma kararını açıkladı. Yapılan araştırmalar sonucunda, toplam 250-300 milyon ton demir cevheri rezerv kapasitesine sahip olan bu yatırımın, 100 milyon tonun üzerinde pelet üretimi gerçekleştirmesi hedeflenmektedir. 2027 yılında faaliyete geçmesi öngörülen yatırımın şirketin toplam demirli hammadde ihtiyacının %40-45'ini karşılaması planlanmaktadır. (Açıklama yapıldığı tarih itibarıyla %15-20'sini karşılıyor.) Şirket, 550 mn USD bedelle gerçekleştireceği yatırımın hammadde maliyetlerini azaltarak brüt kâr üzerindeki etkisinin 200-250 milyon ABD Doları arasında olmasını öngörmekte ve bu doğrultuda biz de 2026 yılından itibaren yatırımın brüt kâr üzerindeki etkisini modelimize dahil ettik.

2023 yılında 977 mn USD yatırım harcaması gerçekleştiren şirket 2024 yılında faaliyete geçen yatırımlarıyla birlikte toplam 1,07 milyar USD yatırım harcaması gerçekleştirdi. 2025 yılında şirketin yatırım harcamasının 843 milyon USD seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026 yılından itibaren ise yatırımların benzer bir hızda ilerleyeceğini, üretim tesislerindeki yıllık bakım ve onarım çalışmalarının da etkisiyle 827 mn USD civarında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahminlerimizin içinde 2024-2027 arası dönemde peletleme tesisi için 550 mn USD ve Net Sıfır Karbon projesi kapsamında 2030 yıl sonuna kadar toplam yıllık 400 mn USD yatırım gideri bulunmaktadır. Ayrıca altın rezervi konusuna ilişkin UMREK raporu beklenmekte olup 2025 yılı içerisinde hazırlanması öngörülen raporun ardından konuya dair açıklama yapılması planlanıyor. Yeni gelişmelerin olması durumunda yatırım harcamalarının yıllık 1 milyar USD seviyesine çıkması söz konusu olabilir. Şu an altın rezervi konusuna ilişkin yatırımın belirsizliği nedeniyle bu yatırım ile ilgili yatırım harcamalarını dahil etmediğimizi belirtmek isteriz.



Kaynak: Erdemir, PhillipCapital Araştırma

Değerleme

Ereğli Demir Çelik'i yüksek kapasite, entegre üretim ve sürdürülebilirlik temasına yönelik önemli dönüşüm nedeniyle beğeniyor, Endeks Üzeri Getiri Önerisi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.

EREGL için 12 ay sonrası hedef fiyatımızı, %60 indirgenmiş nakit akışı ve %40 çarpan analizi yöntemlerini kullanarak hesaplıyoruz. 2025-2034 yıllarını kapsayan İNA değerlememizde; risksiz getiri oranını %7,5, piyasa risk primini %5,5, borçlanma maliyetini %8 ve şirket betasını 0,90 olarak varsaydık. Sonsuz büyüme oranını ise %2 olarak belirledik. Buna bağlı olarak indirgeme faktörü hesaplamasında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 10 yıllık dönemde %10,0 - %10,1 aralığında oluştu. İNA sonucunda EREGL için 4,92 milyar USD piyasa değeri hedefine ulaştık.

2025 ve 2026 yıllarını kapsayan çarpan analizimizde ise F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarını dikkate aldık. Analiz kapsamında bu çarpanlara eşit ağırlık verdik ve 6,35 milyar USD hedef şirket değerine ulaştık.

Sonuç olarak 12 aylık hedef fiyatımız EREGL için 34,50 TL olarak belirlenmiş olup, %46 getiri potansiyeli sunmaktadır.

	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı değer
İNA (mn USD)	4,920	60%	2,952
Çarpan Analizi (mn USD)	6,347	40%	2,539
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn USD)			5,491
12 Aylık Hedef Fiyat (USD)			0,78
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)			34,50
Mevcut Fiyat (TL)			23,66
12 Aylık Getiri Potansiyeli			45,8%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

İNA Analizi

İNA Özet (Milyon USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	6,246	6,458	6,651	6,869	7,050	7,591	8,191	8,802	9,207	9,393
Büyüme, (%)	0,3%	3,4%	3,0%	3,3%	2,6%	7,7%	7,9%	7,5%	4,6%	2,0%
FVÖK	518	665	785	811	874	964	1,073	1,171	1,224	1,240
FVÖK Marjı, (%)	8,3%	10,3%	11,8%	11,8%	12,4%	12,7%	13,1%	13,3%	13,3%	13,2%
FAVÖK	756	1,027	1,237	1,346	1,424	1,556	1,687	1,813	1,869	1,888
FAVÖK Marjı, (%)	12,1%	15,9%	18,6%	19,6%	20,2%	20,5%	20,6%	20,6%	20,3%	20,1%
İşletme Sermayesi Değişimi	36	104	106	127	106	151	154	153	112	72
Yatırım Harcamaları	843	827	775	742	677	645	614	616	598	564
Vergi	130	166	196	203	219	241	268	293	306	310
Serbest Nakit Akımları	-253	-70	160	274	422	519	651	751	852	943
İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38
İndirgenmiş Nakit Akımları	-229	-58	120	187	262	292	333	349	360	361

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Sermaye Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Borç Ağırlığı	36,0%	37,1%	37,3%	37,5%	37,5%	37,4%	37,3%	37,2%	37,0%	35,9%
Özkaynak Ağırlığı	64,0%	62,9%	62,7%	62,5%	62,5%	62,6%	62,7%	62,8%	63,0%	64,1%
Borç / Özsermaye	56,2%	59,1%	59,6%	60,0%	59,9%	59,7%	59,5%	59,2%	58,7%	56,0%
Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Özkaynak Maliyeti	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
AOSM	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%	10,1%

İNA Bugünkü Değer	1,855
Terminal Büyüme Oranı	2%
Devam Eden Değerin	
Bugünkü Değeri	4,532
Firma Değeri	6,387
(-) Net Borç	2,012
Piyasa Değeri	4,375
12 Aylık Hedef PD	4,920

Çarpan Analizi

Şirket	Ülke	PD (milyon USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Arcelormittal	Lüksemburg	24,673	7,1	5,8	4,4	3,9
Bluescope Steel Ltd	Avustralya	7,048	24,9	13,0	8,0	5,8
United States Steel Corp	ABD	8,655	20,7	11,5	7,9	5,9
Citic Pacific Special Steel Gr	Çin	8,255	10,9	9,8	8,5	8,1
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	Çin	1,932	17,9	16,3	10,1	9,9
Steel Dynamics Inc	ABD	20,679	16,2	11,8	10,4	8,1
Yamato Kogyo Co Ltd	Japonya	3,480	12,1	10,0	18,2	16,3
Ortalama			15,7	11,2	9,6	8,3
EREGL	Türkiye	4,563	10,1	7,9	8,7	6,4
Prim/ (İskonto)			-36%	-29%	-9%	-22%

Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

Erdemir küresel çapta benzer şirketlere kıyasla 2025 yılı tahminlerimize göre 10,1x olan F/K çarpanına kıyasla %36 iskontolu, 2026 tahminlerimize göre 7,9x olan F/K çarpanına kıyasla %29 iskontolu işlem görmektedir. FD/FAVÖK bazında ise 8,7x olan 2025T çarpanına göre %9 iskontolu, 6,4x olan 2026T çarpanına göre ise %22 iskontolu işlem görmektedir.

Özet Finansallar (mn USD)

EREGL

Finansal Veriler				
Milyon USD	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro	6,225	6,246	6,458	6,651
Ciro Büyümesi	-0,2%	0,3%	3,4%	3,0%
Brüt Kâr	610	750	904	1,031
Brüt Kâr Marjı	9,8%	12,0%	14,0%	15,5%
Esas Faaliyet Karı	642	518	665	785
FAVÖK	646	756	1,027	1,237
FAVÖK Büyümesi	-7,9%	17,0%	35,9%	20,5%
FAVÖK Marjı	10,4%	12,1%	15,9%	18,6%
Vergi Öncesi Kâr	413	529	676	796
Vergi Geliri	20	53	68	80
Net Kâr	411	455	581	684
Net Kâr Büyümesi	141,7%	10,5%	27,8%	17,7%
Net Kâr Marjı	6,6%	7,3%	9,0%	10,3%
Net Borç	1,840	2,138	2,486	2,644
Net İşletme Sermayesi	2,133	2,169	2,273	2,379
F/K	12,5	10,1	7,9	6,7
FD/FAVÖK	10,8	8,9	6,9	5,8
Özkaynak Kârlılığı	6,1%	6,5%	7,9%	8,9%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

EREGL

Bilanço (mn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	182,856	242,371	309,386	361,240
Nakit ve Nakit Benzerleri	55,260	81,995	104,096	123,538
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	26,464	33,869	43,934	51,363
Stoklar	78,762	96,819	120,889	136,834
Diğer Dönen Varlıklar	17,230	22,563	30,460	37,228
Duran Varlıklar	242,303	331,090	437,162	512,052
Toplam Varlıklar	425,159	573,461	746,548	873,292
Kısa Vadeli Yükümlülükler	76,289	111,715	144,025	165,827
Uzun Vadeli Yükümlülükler	104,446	143,941	192,774	226,395
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	236,947	307,353	395,442	463,240
Ödenmiş Sermaye	7,000	7,000	7,000	7,000
Net Dönem Kârı/Zararı (Ana Ortaklık)	13,481	20,000	31,380	41,055
Toplam Kaynaklar	425,159	573,461	746,548	873,292

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“Burada yer alan 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 analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”