

ERDEMİR

Nötr

Yüksek Yatırım Harcaması ve Küresel Arz-Talep Görünümüne Karşın Operasyonel Verimlilik İyileştirmeleri ve Altın Opsiyonu

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Erdemir (EREGL) için 12A hedef değerimiz 31,92 TL/hisse seviyesindedir. İNA (%60) ve piyasa çarpanları (%40) çıktılarına dayalı değerlememiz ~5,7 milyar USD FD ima ediyor. Hisse ~8,7x FD/12A İleri FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Mevcut çarpan, döngü ortalaması (5,5x), benzer şirketler medyanı (5,8x) ve şirketin son 3 yıllık medyanının (5,9x) belirgin üzerinde bulunuyor. Sıkışan ticaret bariyerleri ve küresel kapasite fazlasının fiyatları baskılamasını beklediğimiz ortamda, değerlendirme çarpan genişlemesinden çok birim karlılığın artırılması ve satış hacimlerine bağlı görünüyor. Altın opsiyonunu değerlememize dahil etmedik; ancak baz senaryomuz ~%10 fiyat etkisine işaret ediyor (Monte Carlo, %68 güven aralığı: ~%8-12).

Değer yaratımı verimlilik artışları ve hacme bağlı: Erdemir yoğun bir yatırım dönemi geçiriyor (~2024'te 1,0 milyar USD; 2025'te ~850 milyon USD; 2026-30'da yılda ~650 milyon USD). Ticari bariyerler nedeniyle baskılanan fiyatlamada ortamında değer yaratımı, birim verimlilik (peletleme, yüksek fırın/kok bataryası, modernizasyon, karbonsuzlaşma) ve satış hacmine dayanıyor. Türkiye, ithalat baskısını sınırlayıp kapasite kullanım oranını desteklemek için ticaret savunmalarını yakın dönemde sıkılaştırdı; etkilerin 2026 başında netleşmesi bekleniyor.

Kârlılık Görünümü: 2025 için ~7,8 Mt satış hacmi (-%3 y/y) ve 63 USD/t FAVÖK (-%21 y/y) öngörüyoruz—bu tahminler 4Ç25'te bir önceki yılın düşük bazından toparlanma ima ediyor. ~880 milyon USD işletme sermayesi çözülmesi ve daha düşük yatırım harcaması, 2025 yıl sonu NB/FAVÖK'ü ~3,2x'a (USD) getiriyor. 2026-27 için, satış hacminin 2027'de ~8,3 Mt'a kademeli toparlamasını; FAVÖK'ün 2026'da 98 USD/t, 2027'de 117 USD/t olmasını öngörüyoruz (~40 USD/t verimlilik artışı + ürün marjlarında sınırlı iyileşme sayesinde). İşletme sermayesinde normalleşme ve ~650 milyon USD/yıl yatırım harcaması varsayımıyla, NB/FAVÖK'ün 2027'de USD bazında ~2,3x'e gerilemesini bekliyoruz.

Stratejik Projeler: Peletleme tesisi (3 Mt/yıl; 2028) pelette öz-yeterliliği artıracak. Söz konusu yatırımdan 2028'den itibaren ~25 USD/t katkı varsayıyoruz. Karbonsuzlaşma yol haritası 2030'a kadar CO₂ yoğunluğunu ~%25 azaltacak; EAO rotasıyla 3,8 Mt çelik üretim kapasitesi eklenmesi planlanıyor. 2024-30'da ~3,2 milyar USD yatırım, maliyet/SKDM dayanıklılığını güçlendirmeyi hedefliyor.

Altın opsiyonu: UMREK kaynak/rezerv duyurularına bağlı olarak (kaynak: Kasım 2025; rezerv: 1Ç26), Monte Carlo analizimiz Erdemir payına düşen kısım için ~353-544 milyon USD NBD'yi (%68 güven aralığı) değerlemeye yukarı yönlü potansiyel olarak işaret ediyor.

Katalistler: 4Ç25 FAVÖK'te y/y toparlanma; yüksek fırın/kok bataryasıyla sağlanan verimlilik artışı; peletleme tesisinin devreye alınması; AB/ABD koruma önlemleri & SKDM'de genel tablonun netleşmesi; satış hacimlerinin 2025'teki düşük bazdan toparlanması; 150 USD/t üzerinde bir FAVÖK'ün sürdürülebilirliğine dair ikna edici iyileşme görülmesi.

Riskler: daha hızlı ürün marjı toparlaması (+); daha yüksek yapısal verimlilik artışı (+); daha elverişli fiyat döngüsü (+); ürün karması iyileşmesi (+); uluslararası ticaret politik kaynaklı değişimlere bağlı daha sert fiyat baskısı (-); DİR uygulamasında beklenenden zayıf denetim ve damping önlemlerinin yenilenmesine ilişkin belirsizlik (-); maliyet enflasyonu (-); yatırım planlarına ilişkin yönetsel riskler.

Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	Nötr (önceki Nötr)
Hedef Fiyat, TL	31.92 (önceki 26.00)
Güncel Fiyat, TL	27.48
Getiri Potansiyeli	16%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mın TL	192,360
Firma Değeri, mın TL	249,645

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mın TL	204,060	210,477	267,121	324,423
FAVÖK, mın TL	21,092	19,512	37,417	53,276
Net Kâr, mın TL	13,481	2,876	11,558	18,757

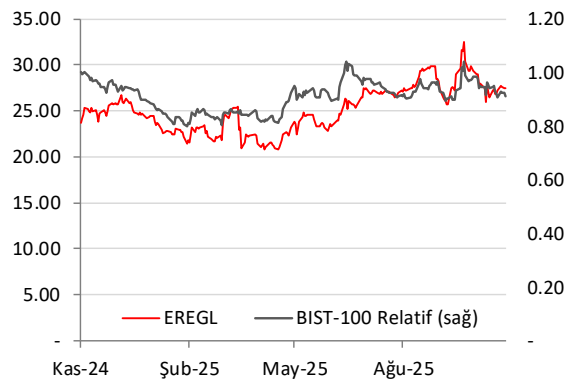
Borçluluk				
Net Borç, mın TL	64,442	67,657	97,893	131,395
Net Borç/FAVÖK	3.1	3.5	2.6	2.5

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.3%	9.3%	14.0%	16.4%
Net Marj	6.6%	1.4%	4.3%	5.8%
Temettü Verimi	1.0%	0.9%	0.4%	2.1%

Büyüme				
Ciro, y/y	38.0%	3.1%	26.9%	21.5%
FAVÖK, y/y	35.4%	-7.5%	91.8%	42.4%
Net Kâr, y/y	234.3%	-78.7%	301.8%	62.3%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.5	66.9	16.6	10.3
FD/FAVÖK	11.4	13.7	8.0	6.2
FD/Ciro	1.2	1.3	1.1	1.0

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-6.5%	2.8%	16.6%	13.7%
BİST-100 Relatif	-6.2%	0.7%	-5.8%	1.9%
AOİH, mın TL	5,252	5,636	4,539	4,671



Piyasa verileri 31 Ekim 2025 tarihli.

Gelir Tablosu (milyon USD)	2024	2025T	2026T	2027T
Hasılat	6,218	5,326	5,658	5,920
FAVÖK	643	494	793	972
Amortisman	(269)	(284)	(311)	(331)
EFK	373	210	482	642
İştirak karı / (zararı)	6	3	4	5
Yatırım karı / (zararı)	7	16	13	10
Net kur farkı karı / (zararı)	(23)	(51)	(37)	(31)
Net faiz geliri / (gideri)	(192)	(127)	(99)	(126)
Diğer çeşitli gelir / (gider)	240	(30)	(20)	(20)
Vergi öncesi kar	412	22	344	480
Vergi geliri / (gideri)	20	55	(86)	(120)
Azınlık payları	(22)	(4)	(13)	(18)
Net kar	411	73	245	342
Pay sayısı (milyon)	3,850	7,000	7,000	7,000
Hisse başına net kar (TL)	0.11	0.01	0.03	0.05
Hisse başına kar payı ödemesi (TL)	0.01	0.00	0.01	0.02
Kar payı ödeme oranı	10.7%	20.0%	30.0%	40.0%

Bilanço (milyon USD)	2024	2025T	2026T	2027T
Kısa vadeli varlıklar	5,183	4,915	4,501	4,525
Nakit ve nakit benzerleri	1,611	1,742	1,270	1,225
KV ticari alacaklar	750	642	683	714
Stoklar	2,232	1,941	1,960	1,996
Diğer KV varlıklar	589	589	589	589
Uzun vadeli varlıklar	6,868	7,454	7,811	8,146
Maddi duran varlıklar	5,865	6,431	6,771	7,090
Maddi olm. dur. varl. (şerefiye hariç)	246	246	246	246
Diğer UV varlıklar	757	777	794	810
Toplam varlıklar	12,051	12,369	12,312	12,671
Kısa vadeli yükümlülükler	2,162	2,643	2,454	2,301
KV finansal borçlar	1,041	1,041	1,041	1,041
KV ticari borçlar	851	1,332	1,143	990
KV diğer yükümlülükler	271	271	271	271
Uzun vadeli yükümlülükler	2,960	2,735	2,604	2,810
UV finansal borçlar	2,397	2,258	2,162	2,407
UV diğer yükümlülükler	563	477	442	402
Özkaynak	6,928	6,991	7,254	7,561
Ana ortaklık payları	6,716	6,775	7,025	7,314
Azınlık payları	212	216	229	247
Toplam kaynaklar	12,051	12,369	12,312	12,671

Kaynak: Şirket Verileri, AK Yatırım Araştırma

Nakit Akış Tablosu (milyon USD)	2024	2025T	2026T	2027T
Vergi sonrası esas faaliyet karı	359	179	361	481
Amortisman	269	284	311	331
Net işl. serm. değişim	198	880	(248)	(222)
Op. N.A.	826	1,342	424	590
Sabit sermaye yatırımları	(1,069)	(850)	(650)	(650)
Satışlara oranı	(17.2%)	(16.0%)	(11.5%)	(11.0%)
Serbest nakit akışı	(243)	492	(226)	(60)
SNA marjı	(3.9%)	9.2%	(4.0%)	(1.0%)
Kar payı ödemeleri	(53)	(44)	(15)	(73)
Net borçtaki artış / (azalış)	402	(270)	376	290

Değişim y/y	2024	2025T	2026T	2027T
Hasılat	0%	(14%)	6%	5%
FAVÖK	(10%)	(23%)	61%	23%
Net kar	142%	(82%)	236%	40%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T
EFK marjı	6.0%	3.9%	8.5%	10.8%
FAVÖK marjı	10.3%	9.3%	14.0%	16.4%
VÖK marjı	6.6%	0.4%	6.1%	8.1%
Net kar marjı	6.6%	1.4%	4.3%	5.8%
Özsermaye karlılığı (ROE)	6.3%	1.1%	3.5%	4.8%
Yat. Serm. karlılığı (ROIC)	5.3%	2.4%	4.8%	6.0%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net borç / (nakit)	1,827	1,556	1,933	2,223
NB/FAVÖK	2.8x	3.2x	2.4x	2.3x
Faiz karşılama oranı	28.1	9.6	21.7	31.3

Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T
F/K, S12A (d.sonu)	11.8x	63.1x	18.8x	13.4x
FD/FAVÖK, S12A (d.sonu)	11.2x	13.2x	8.7x	7.4x
FD/Hasılat, S12A (d.sonu)	1.2x	1.2x	1.2x	1.2x

Temel Göstergeler	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Hacmi (Mt)	8,051	7,805	8,107	8,309
Ton başına hasılat (USD/t)	772	682	698	713
Ton başına FAVÖK (USD/t)	80	63	98	117

YATIRIM TEMASI

Erdemir (EREGL) için 12A hedef değerimiz 31,92 TL/hisse seviyesindedir. İNA (%60) ve piyasa çarpanları (%40) çıktıklarına dayalı değerlememiz ~5,7 milyar USD FD ima ediyor. Hisse ~8,7x FD/12A İleri FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Mevcut çarpan, döngü ortalaması (5,5x), benzer şirketler medyanı (5,8x) ve şirketin son 3 yıllık medyanının (5,9x) belirgin üzerinde bulunuyor. Sıkılaştıran ticaret bariyerleri ve küresel kapasite fazlasının fiyatları baskılamasını beklediğimiz ortamda, değerlendirme çarpan genişlemesinden çok birim karlılığın artırılması ve satış hacimlerine bağlı görünüyor. Altın opsiyonunu değerlememize dahil etmedik; ancak baz senaryomuz ~%10 fiyat etkisine işaret ediyor (Monte Carlo, %68 güven aralığı: ~%8-12).

Erdemir yüksek yatırım döngüsünün içinde bulunuyor: 2024'te ~1,0 milyar USD; 2025'te ~850 milyon USD; 2026-30 arasında yılda ~650 milyon USD yatırım harcaması planlanıyor. Daha sıkı ticaret bariyerleri, kapasite fazlası, temkinli ekonomik görünüm gibi nedenlerle baskılanan fiyat ve marjlar nedeniyle değerlendirme odağı fiyat döngüsünden verimlilik artışı planlarının gerçekleştirilmesine kayıyor. Verimlilik artışı planları (peletleme, yüksek fırın/kok bataryası, modernizasyon ve karbon azaltım projeleri) ton başına FAVÖK'ü korumak/yukarı taşımak amacını taşıyor. ABD ve AB (2024'te Çin hariç küresel talebin ~%26'sı) ticari korumacılık önlemlerini kademeli olarak arttırıyor; bu da pazar erişimini daraltıyor, sevkiyatları dünyanın geri kalanına yönlendiriyor ve diğer pazarlarda fiyatlamaya kabiliyetini baskılıyor. Şirketin yatırım planı için gerekli finansman yönetilebilir görünüyor; ancak işletme sermayesinde normalleşme ve orta vadede yüksek yatırım harcaması, 2026-27'de operasyonel göstergeler iyileşirken dahi raporlanan SNA'yı baskılayabilir. Özetle, yukarı potansiyel verimlilik yatırımlarının hayata geçirilme başarısına, hacim artışına ve altın opsiyonuna ilişkin belirsizliklerin azalmasına bağlı görünüyor; buna karşılık FD/FAVÖK çarpanı hâlihazırda bir nebze yüksek görünüyor.

Türkiye'nin sıkılaştıran ticaret önlemlerinin (anti-damping tedbirleri, devam eden soruşturmalar ve DİR'deki son değişiklikler) ithalat sızıntısını azaltması, yurtiçi fiyatlamayı desteklemesi ve ihracat kanalları daralsa bile kapasite kullanımını sürdürülebilir bir düzeyde tutması bekleniyor (OECD'ye göre ~%80 sağlıklı kabul edilir).

Yönetimin 2025 yıl sonu beklentileri, 4Ç24'teki düşük bazın da etkisiyle 4Ç25'te y/y FAVÖK toparlanmasına işaret ediyor; net borç, ~880 milyon USD işletme sermayesi çözülmesi ve daha düşük capex ile gerileyecek; yıl sonu NB/FAVÖK ~3,2x olarak bekleniyor. FY25 için beklentilerimiz: ~7,8 Mt satış hacmi (-%3 y/y); 63 USD/t FAVÖK (-%21 y/y); işletme sermayesinde ~880 milyon USD azalış ve ~850 milyon USD yatırım harcaması. Bu tahminler 4Ç25'te ~2,2 Mt satış (y/y yatay), 71 USD/t FAVÖK (4Ç24'ün 39 USD/t seviyesine kıyasla ~+%82 y/y), ~20 milyon USD işletme sermayesi artışı ve ~219 milyon USD yatırım harcaması (4Ç24'e göre ~-%44) ima ediyor. Bu girdilerle 2025 yıl sonunda NB/FAVÖK'ü ~3,2x tahmin ediyoruz.

Yoğun yatırım harcaması yapılan bir dönemde, verimlilik odaklı projelerle karlılıkta dipten toparlanma: Satış hacminin 2025'te 7,8 Mt düzeyinden 2027'de 8,3 Mt'a kademeli toparlanmasını bekliyoruz. 2026'da 98 USD/t, 2027'de 117 USD/t FAVÖK öngörümüz, 2025'teki son on yılın dibinden kalıcı bir toparlanmayı işaret ediyor ve verimlilik/modernizasyon kaynaklı birim ekonomi kazanımlarıyla destekleniyor (sıkılaştıran ticaret bariyerleri, temkinli ekonomik toparlanma ve kalıcı küresel kapasite fazlası çelik fiyatlarını sınırlamaya devam ediyor olsa da). 2025'te uzatılmış tedarikçi vadeleriyle görülen güçlü işletme sermayesi düşüşünün ardından 2026-27'de bir miktar normalleşme bekliyoruz.

Her iki yıl için ~650 milyon USD yatırım harcaması varsayımımız şirketin 2026-30 yol haritasıyla uyumludur. Bu girdilerle NB/FAVÖK'ün 2027'ye dek kademeli olarak ~2,3x'e gerilemesini öngörüyoruz.

Peletleme tesisiyle hammaddede öz-yeterlilik artışı hedefleniyor; ~3 Mt/yıl kapasitenin 2028'de devreye alınması bekleniyor. Erdemir, Bingöl-Avnik'teki Ermaden demir cevheri sahasında ~550 milyon USD tutarında, ~3 Mt/yıl kapasiteli bir peletleme tesisi inşa ediyor. Tesisin 2028'de devreye alınması bekleniyor. Bu yatırımla pelette öz-yeterliliğin ~%25-30'dan ~%80-85'e, toplam demirli hammaddede öz-yeterliliğin ~%40-45'e yükselmesi hedeflenirken; ithal pelet bağımlılığının yapısal olarak azalması ve maliyet görünürlüğünün artması amaçlanıyor. Tesisin, orta vadede ürün marjlarını desteklerken (ton başına daha düşük kok kullanımı, daha istikrarlı yüksek fırın yük kalitesi), net-sıfır yol haritasına hizmet edecek ve şirketin AB'ye satışlarda SKDM döneminin maliyet baskılarına karşı daha iyi konumlanmasını sağlayacaktır. Şimdilik 2028'den itibaren ilk etapta ~25 USD/t katkı varsayıyoruz.

2030 dekarbonizasyon haritası: Erdemir, 2030'a kadar CO₂ yoğunluğunu ~%25 azaltmayı hedefliyor; 2050 için net-sıfır iddiasını koruyor. Plan; süreç iyileştirmeleri ve seçici kapasite artışlarını harmanlıyor. Bunlara örnek olarak; enerji verimliliği projeleri, doğal gaz/biokütleyle yakıt kayması ve kok yoğunluğunu düşürmek için hammadde kalitesinin (peletleme) yükseltilmesi sayılabilir. Buna paralel olarak, şirket Erdemir'in 4. kok bataryası ve İsdemir'in yeni nesil No.1 yüksek fırını (2,8 Mt sıvı ham demir) gibi modernizasyon yatırımlarını devreye aldı. Bunlara ek olarak, emisyonu azaltmak ile üretim teknolojilerini çeşitlendirmek üzere 3,8 Mt'luk elektrik ark ocağı (EAO) kapasitesi eklemeyi planlıyor. Yönetim, 2024-30 dönemi için ~3,2 milyar USD yatırım harcaması öngörüyor; hedef, ürün marjlarını güçlendirmek ve SKDM maruziyetini hafifletirken 2030 sonrası daha derin emisyon azaltımı için hazırlık yapmak olarak görünüyor.

Altın opsiyonu — Yapısal olarak değer artırıcı; kısa vadeli piyasa etkisi sınırlı: Erdemir, %90 bağlı ortaklığı Ermaden üzerinden Sivas-Kangal-Alacahan'da UMREK standartlarında kaynak tanımlıyor. Henüz raporlanabilir kaynak/rezerv olmadığından projeyi değerlememize dahil etmiyor, yukarı yönlü risk olarak görüyoruz. Yakın dönem kilometre taşları: Kasım 2025'te kaynak duyurusu; 1Ç26'da rezerv ve yatırım planı duyurusu. Örnek senaryomuz yıllık ~100 bin oz üretim, ~150 milyon USD/yıl vergi sonrası serbest nakit akışı ve ~499 milyon USD vergi sonrası net bugünkü değer ima ediyor (Erdemir payına düşen ~449 milyon USD; piyasa değerinin ~%10'u). Rezerv/maden ömrü/vergi sonrası marj değişkenleri üzerinde yaptığımız Monte Carlo analizi, Erdemir payına isabet eden net bugünkü değer için %68 güven aralığında 353-544 milyon USD ve ~449 milyon USD ortalama veriyor.

Riskler: daha hızlı ürün marjı toparlaması (+); daha yüksek yapısal verimlilik artışı (+); daha elverişli fiyat döngüsü (+); ürün karması iyileşmesi (+); uluslararası ticaret politik kaynaklı değişimlere bağlı daha sert fiyat baskısı (-); DİR uygulamasında beklenenden zayıf denetim ve damping önlemlerinin yenilenmesine ilişkin belirsizlik (-); maliyet enflasyonu (-); yatırım planlarına ilişkin yönetsel riskler.

DEĞERLEME

Erdemir (EREGL) için 12A hedef değerimiz 31,92 TL/hisse seviyesindedir. İNA (%60) ve piyasa çarpanları (%40) çıktıklarına dayalı değerlememiz ~5,7 milyar USD FD ima ediyor. Hisse hâlihazırda ~8,7x FD/12A ileri FAVÖK (döngü ortalaması 5,5x'e göre ~%58 prim; benzer şirketler medyanı 5,8x'e göre ~%50 prim; kendi 3 yıllık medyanı 5,9x'a göre ~%47 prim) seviyesindedir. Çarpanların mevcut seviyesi yukarı potansiyelin sınırlı olduğunu gösteriyor. Asya rekabetinin artması ve AB/ABD pazarlarına erişimin sıkışmasıyla, SKDM ve diğer ticaret bariyerlerinin fiyatlama gücünü sınırlaması sonucu çarpanlardaki primly görünümün daralması bekleriz. Yukarı yönlü riskler: Beklenenden hızlı ürün marjı toparlanması ve ürün karması/verimlilik/döngü sayesinde 150 USD /t'dan yüksek bir FAVÖK seviyesi. Aşağı yönlü riskler: Ana pazarlarda daha sıkı ticaret bariyerleri, DİR uygulamasında beklenenden zayıf denetim, damping önlemi yenilemelerine ilişkin belirsizlik ve maliyet enflasyonu.

Değerleme Özeti

İNA (milyon USD)	2025T	2026T	2027T	2028-30T	2031T	2032T	Normalized
Satış hacmi (bin ton)	7,805	8,107	8,309	8,309	9,920	11,531	11,531
Hasılat	5,326	5,658	5,920	5,954	7,158	8,320	8,320
Ton başına hasılat	682	698	713	717	722	722	722
FAVÖK	494	793	972	1,205	1,489	1,731	1,731
Ton başına FAVÖK	63	98	117	145	150	150	150
Amortisman	(284)	(311)	(331)	(381)	(432)	(452)	(452)
Esas faaliyet karı	210	482	642	825	1,057	1,279	1,279
Vergi ödemeleri	(32)	(120)	(160)	(206)	(264)	(320)	(320)
Vergi sonrası esas faaliyet karı	179	361	481	618	793	959	959
Amortisman	284	311	331	381	432	452	452
Net işletme sermayesindeki değişim	880	(248)	(222)	(31)	(113)	(131)	(43)
Sabit sermaye yatırımları	(850)	(650)	(650)	(650)	(500)	(500)	(531)
FCFF	492	(226)	(60)	319	612	780	837
AOSM	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
İskonto dönmü	0.25	1.00	1.00	3.00	1.00	1.00	1.00
İskonto faktörü	0.98	0.88	0.80	1.96	0.53	0.48	0.48
İndirgenmiş nakit akışı	120	(199)	(48)	625	326	376	403
2025-32 NBD	1,201						
Uç dönem büyüme oranı	1.0%						
Uç değer	4,721						
Hesaplanan Operasyonel varlık değeri	5,922						
(+) Finansal yatırımlar (3Ç25)	4						
(+) Özkaynak yönt. değ. yatırımlar (3Ç25)	34						
(+) Yatırım amaçlı gayrimenkuller (3Ç25)	33						
(+) Geri alınmış paylar (3Ç25)	182						
(+) Altın potansiyeli (90% sahiplik—dahil edilmedi)	-						
Hesaplanan firma değeri—İNA	6,175						
Hedef Fiyat Hesaplaması							
Ağırlıklı ortalama firma değeri (60% İNA / 40% Çarpan)	5,677						
(-) Net borç (3Ç25)	(1,183)						
(-) Çalışanlara sağlanan haklar (3Ç25)	(233)						
(-) Azınlık payları (3Ç25)	(219)						
Hesaplanan özsermaye değeri	4,042						
Pay sayısı	7,000						
Pay değeri (USD) @ Eyl 2025	0.58						
Özsermaye maliyeti	12.9%						
12A HF (USD)	0.65						
Güncel fiyat (USD)	0.66						
Getiri potansiyeli (USD)	-0.6%						
USD/TRY @ Eyl 2026	48.97						
12A HF (TL)	31.92						
Güncel fiyat (TL)	27.48						
Getiri potansiyeli (TL)	16.2%						
AOSM Varsayımları							
Risksiz getiri oranı		8.5%					6.0%
Beta		0.80					1.00
Hisse senedi risk primi		5.5%					5.5%
Ösermaye maliyeti		12.9%					11.5%
Borçlanma maliyeti, vergi öncesi		9.5%					7.0%
Vergi oranı		25.0%					25.0%
Borçlanma maliyeti, vergi sonrası		7.1%					5.3%
Özkaynak oranı		60.0%					70.0%
AOSM		10.6%					9.6%
Uç Değer		NBD					
Sonsuz büyüme yöntemi		4,723					5.66x
0% Ekonomik kar varsayımı		4,852					5.82x
Çıkış çarpanı yöntemi		4,588					5.50x
Blended TV		4,721					5.66x
Piyasa Çarpanları		FAVÖK					
Benzerler medyanı (12A ileri)		718			5.8x		4,164
3Y kendi medyanı (12A ileri)		718			5.9x		4,235
Döngü ortası (8,3 Mt @ 140 USD)		1,162			5.5x		6,391
Firma değeri—Piyasa çarpanları					5.73x		4,930
Hesaplanan Firma Değeri							
İNA					60%		6,175
Piyasa çarpanları					40%		4,930
Ağırlıklı ortalama firma değeri (60% İNA / 40% Çarpan)							5,677

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

İNA analizimiz, tahmin döneminde %10,6 AOSM; uç dönemde %9,6 AOSM, %1 uç dönem büyüme oranı ve %0 ekonomik karlılık oranı (Sermaye Karlılığı - AOSM) varsayımlarıyla ~6,2 milyar USD içsel FD işaret ediyor. Uzun vadeli normalize karlılığı, ~11,5 Mt/yıl satış hacmiyle 150 USD/t FAVÖK varsayıyoruz; bu da tarihsel döngü ortalaması marjlarının hafif üstünde bir seviyeyi, stratejik verimlilik yatırımları (yeni yüksek fırın & kok bataryası, peletleme yatırımı, 2030 planları) ve disiplinli kapasite kullanımı ve ayrıca 2032'ye kadar tam devreye girmesini beklediğimiz ~3,8 Mt/yıl kapasite artışıyla destekleniyor.

%1 uç dönem büyüme varsayımımız, çelik talebindeki şu büyümelerle genel olarak uyumludur: (i) 1980-2000'de ~%0,9/yıl (717 → 850 Mt)—gelişmiş ekonomilerde çelik yoğunluğunun düştüğü Çin kaynaklı talep artışından önceki dönem; (ii) 2013-24'te ~%1,1/yıl (1.545 → 1.742 Mt); ve (iii) Association for Iron & Steel Technology'nin (AIST, Haziran 2025) 2035-50 dönemi için öngördüğü ~%1,1 YBBO.

Normalize SNA marjı projeksiyonumuz %10,1 (2007-24 medyanı: %10,9); %1 uç dönem büyümede %0 ekonomik karlılık oranı varsayımı ise %10,3 SNA marjına işaret ediyor.

Piyasa çarpanlarında, benzer şirketler medyanı (5,8x), şirketin kendi 3 yıllık medyanı (5,9x) ve döngü ortalaması (5,5x) FD/FAVÖK çarpanlarını eşit ağırlıklandırarak kullanıyoruz. Bu yaklaşım ~4,9 milyar USD FD ima ediyor.

AOSM, uç dönem büyümesi, uç dönem ekonomik karlılık oranı ve uzun vadeli operasyonel metrikler (satış hacmi ve FAVÖK/t) varsayımlarımıza ilişkin duyarlılık analizimiz, değerlendirme üzerindeki aşağıdaki etkileri göstermektedir:

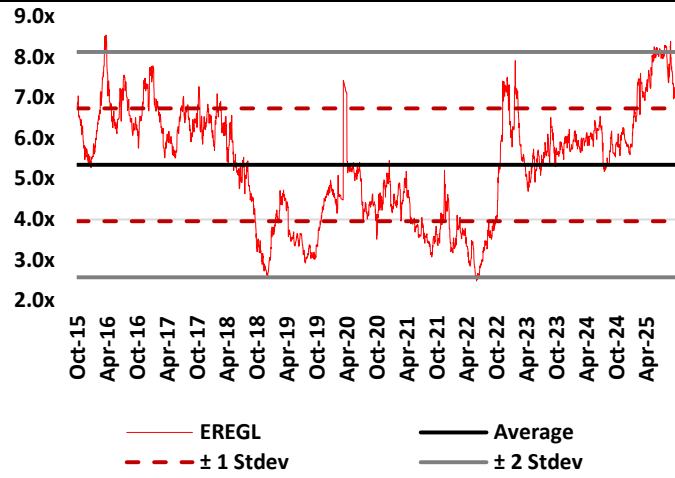
Duyarlılık Analizi—AOSM Varsayımları									Duyarlılık Analizi—UV FAVÖK/t & Satış Hacmi								
Δ AOSM—2025-32	12M TP	Δ AOSM—Uç Dönem							Δ Uzun Vade FAVÖK/t	12M TP	Δ Uzun Vade Satış Hacmi						
	Impact	+1.5 pp	+1.0 pp	+0.5 pp	-	-0.5 pp	-1.0 pp	-1.5 pp		Impact	-3.0%	-2.0%	-1.0%	-	+1.0%	+2.0%	+3.0%
	+1.5 pp	-14.0%	-12.1%	-10.1%	-7.9%	-5.4%	-2.6%	+0.6%		-15.0%	-18.9%	-18.0%	-17.2%	-16.4%	-15.6%	-14.8%	-14.0%
	+1.0 pp	-11.6%	-9.7%	-7.6%	-5.3%	-2.8%	+0.1%	+3.4%		-10.0%	-13.5%	-12.7%	-11.8%	-11.0%	-10.1%	-9.2%	-8.3%
	+0.5 pp	-9.2%	-7.3%	-5.1%	-2.7%	-0.1%	+2.9%	+6.3%		-5.0%	-8.2%	-7.3%	-6.4%	-5.5%	-4.6%	-3.6%	-2.8%
	-	-6.7%	-4.7%	-2.4%	0.0%	+2.8%	+5.9%	+9.3%		-	-2.9%	-1.9%	-0.9%	0.0%	+1.0%	+1.9%	+2.9%
	-0.5 pp	-4.1%	-2.0%	+0.3%	+2.8%	+5.7%	+8.9%	+12.5%		+5.0%	+2.4%	+3.4%	+4.4%	+5.5%	+6.5%	+7.5%	+8.5%
	-1.0 pp	-1.4%	+0.8%	+3.1%	+5.8%	+8.7%	+12.0%	+15.7%		+10.0%	+7.8%	+8.8%	+9.9%	+11.0%	+12.0%	+13.1%	+14.2%
-1.5 pp	+1.4%	+3.6%	+6.1%	+8.8%	+11.8%	+15.2%	+19.1%	+15.0%	+13.1%	+14.2%	+15.4%	+16.4%	+17.5%	+18.7%	+19.8%		
Kaynak: AK Yatırım Araştırma									Kaynak: AK Yatırım Araştırma								
Duyarlılık Analizi—Uç Dönem Büyüme & AOSM									Duyarlılık Analizi—Uç Dön. Ekonomik Kar & AOSM								
Δ Uç Dönem Büyüme Oranı	12M TP	Δ AOSM—Uç Dönem							Δ Uç Dönem Büyüme Oranı	12M TP	Δ Uç Dönem Ekonomik Karlılık Oranı						
	Impact	+1.5 pp	+1.0 pp	+0.5 pp	-	-0.5 pp	-1.0 pp	-1.5 pp		Impact	-1.5 pp	-1.0 pp	-0.5 pp	-	+0.5 pp	+1.0 pp	+1.5 pp
	-1.0 pp	-8.8%	-7.1%	-5.1%	-2.9%	-0.4%	+2.3%	+5.3%		-1.0 pp	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.9%
	-0.7 pp	-8.3%	-6.4%	-4.3%	-2.1%	+0.4%	+3.3%	+6.5%		-0.7 pp	-2.2%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-1.9%
	-0.4 pp	-7.5%	-5.6%	-3.4%	-1.1%	+1.6%	+4.5%	+7.8%		-0.4 pp	-1.4%	-1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
	-	-6.7%	-4.7%	-2.4%	0.0%	+2.8%	+5.9%	+9.3%		-	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.0%	+0.1%	+0.3%	+0.4%
	+0.4 pp	-5.8%	-3.8%	-1.4%	+1.2%	+4.1%	+7.3%	+11.0%		+0.4 pp	+0.4%	+0.7%	+0.9%	+1.2%	+1.4%	+1.6%	+1.7%
	+0.7 pp	-4.9%	-2.8%	-0.3%	+2.4%	+5.5%	+8.9%	+12.8%		+0.7 pp	+1.4%	+1.8%	+2.1%	+2.4%	+2.7%	+2.9%	+3.1%
+1.0 pp	-4.1%	-1.8%	+0.8%	+3.6%	+6.8%	+10.4%	+14.6%	+1.0 pp	+2.4%	+2.8%	+3.3%	+3.6%	+3.9%	+4.2%	+4.4%		
Kaynak: AK Yatırım Araştırma									Kaynak: AK Yatırım Araştırma								

Şirketin hisseleri, tahminlerimize göre ~8,7x FD/12A ileri FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor—Çin’in ihracat “normalleşmesi” öncesindeki 2016 çarpanıyla kabaca benzer seviyelerde (bugünkü ihracat hacimleri de 2015-16 öncesi seviyelere benzer şekilde yüksek). Mevcut çarpan, döngü ortalamasına (5,5x) göre %58, benzer şirketler medyanına (5,8x) göre %50 ve şirketin son 3 yıllık medyanına (5,9x) göre %47 prim ima ediyor.

Erdemir ve benzer şirketlere ilişkin Bloomberg’de yer alan konsensüs tahminlerine göre, şirketin hisseleri benzer şirketler medyanına göre ~%26 primle işlem görüyor.

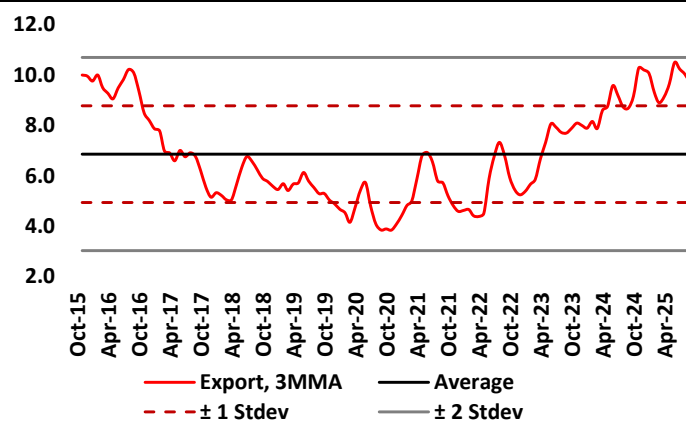
Artan Asya rekabeti ve AB/ABD’de sıkılaştıran ticaret bariyerleriyle birlikte, bu primlerde daralma alanı görüyoruz.

Tarihsel FD/FAVÖK Çarpanları



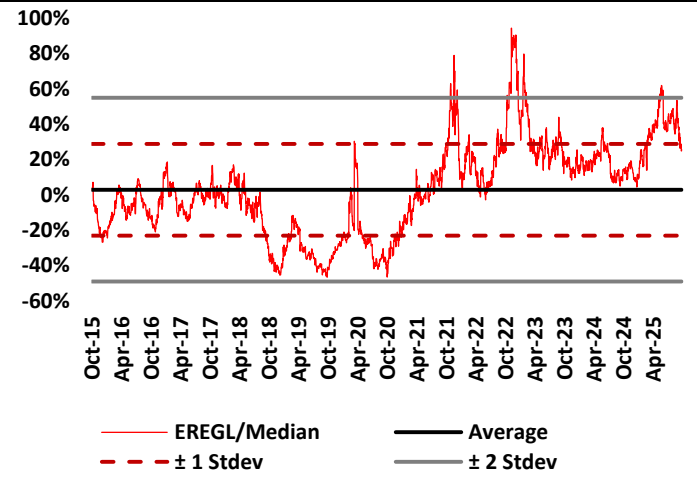
Kaynak: Bloomberg

Çin Çelik İhracatı (Mt)



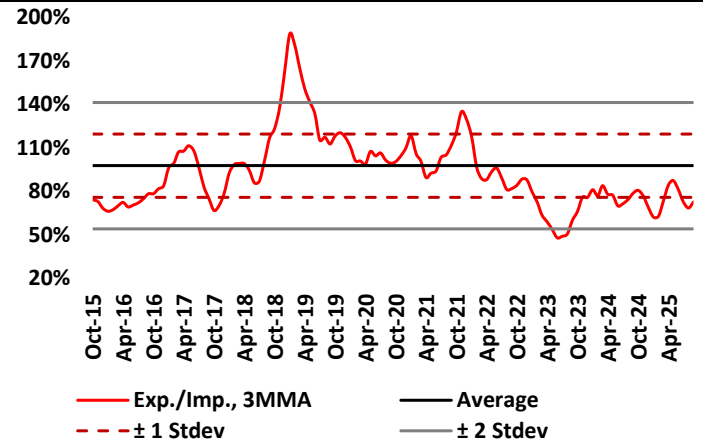
Kaynak: Bloomberg

EREGL vs Benzer Şirketler



Kaynak: Bloomberg

Türkiye Çelik İhracat/İthalat Dengesi



Kaynak: Bloomberg

Altın opsiyonu — Yapısal olarak değer artırıcı; kısa vadeli piyasa etkisi sınırlı

Erdemir (%90 iştiraki Ermaden üzerinden) Sivas-Kangal-Alacahan ruhsatında altın mineralizasyonu tespit etti ve UMREK standartlarında sondaj/kaynak tanımlamasına başladı; ancak henüz raporlanabilir kaynak/rezerv ya da ekonomik analiz yayımlanmadı. Bu nedenle temel senaryomuzda değerlememize dahil etmiyor, konuyu yukarı potansiyel olarak ele alıyoruz. Kısa vadede keşif harcamalarının ve haber akışının sürmesini bekliyoruz; başlıca risk azaltıcı unsurlar tenör sürekliliği, metalurji, yatırım bütçesi (capex) ve izin süreçleri olacak. Kanaatimizce, kaynak miktarına bağlı olarak değerlendirme etkisi yukarı yönlü eğilimlidir.

Örnek varsayım setimizde, 1,0 Moz çıkarılabilir rezerv, iki yıllık inşaat süresinde (bugünkü değerle) 200 milyon USD başlangıç yatırımı, 10 yıllık maden ömrü ve 1.500 USD/ons vergi sonrası nakit kar marjı varsayıyoruz—bu varsayımlar yıllık ~100 bin oz üretim ve ortalama ~150 milyon USD/yıl vergi sonrası SNA ima ediyor. %10,6 AOSM ile bu girdiler ~499 milyon USD vergi sonrası NBD üretirken; bunun ~449 milyon USD’si Erdemir’in %90 payına isabet ediyor. Sonuç olarak, fiyat etkisi ~+%10’a denk geliyor (Monte Carlo: %68 güven aralığında ~+%8-12).

Üç temel metrik üzerinde (çıkarılabilir rezerv: ortalama=1,0 Moz; st. sapma=100 bin oz / maden ömrü: ortalama=10 yıl; st. sapma=1 yıl / vergi sonrası nakit kar marjı: ortalama=1.500 USD/ons; st. sapma=150 USD/ons) varsayımlarıyla bir Monte Carlo çalışması yaptık. Ortaya çıkan dağılım, Erdemir payına isabet eden NBD için %68 güven aralığında 353-544 milyon USD (ortalama: ~449 milyon USD) veriyor—bu da temel senaryomuzla genel olarak uyumlu görünmektedir.

Monte Carlo—Özet İstatistikler

Özet	Çıkarılabilir rezerv (bin oz)	Rezerv ömrü (yıl)	Yıllık altın üretimi (bin oz)	Ort. net nakit kar (USD/oz)	NBD’nin %90’ı (milyon USD)	Fiyat etkisi (%)
Ort.	1,001	10	101	1,496	449	9.8%
Med.	1,005	10	100	1,496	445	9.7%
Maks.	1,368	14	172	2,070	901	19.6%
Min.	650	6	55	969	137	3.0%
St. Sapma	101	1	15	153	96	2.1%
Skewness	(0.05)	-	0.41	0.07	0.26	0.26
Kurtosis	0.18	0.14	0.50	0.18	0.40	0.40
68% G.A.	901 - 1,102	9 - 11	86 - 116	1,343 - 1,649	353 - 544	7.7% - 11.9%
95% G.A.	800 - 1,203	8 - 12	71 - 132	1,190 - 1,803	258 - 640	5.6% - 13.9%
99.7% G.A.	699 - 1,303	7 - 13	55 - 147	1,037 - 1,956	162 - 735	3.5% - 16.0%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Fiyat Etkisi—Çıkarılabilir Rezerv & Nakit Kar Marjı

Çıkarılabilir rezerv (bin oz)	Ortalama net nakit kar (USD/oz)				
	1,050	1,275	1,500	1,725	1,950
700	+2.8%	+4.2%	+5.7%	+7.1%	+8.5%
850	+4.2%	+6.0%	+7.7%	+9.5%	+11.2%
1,000	+5.7%	+7.7%	+9.8%	+11.8%	+13.9%
1,150	+7.1%	+9.5%	+11.8%	+14.2%	+16.6%
1,300	+8.5%	+11.2%	+13.9%	+16.6%	+19.2%

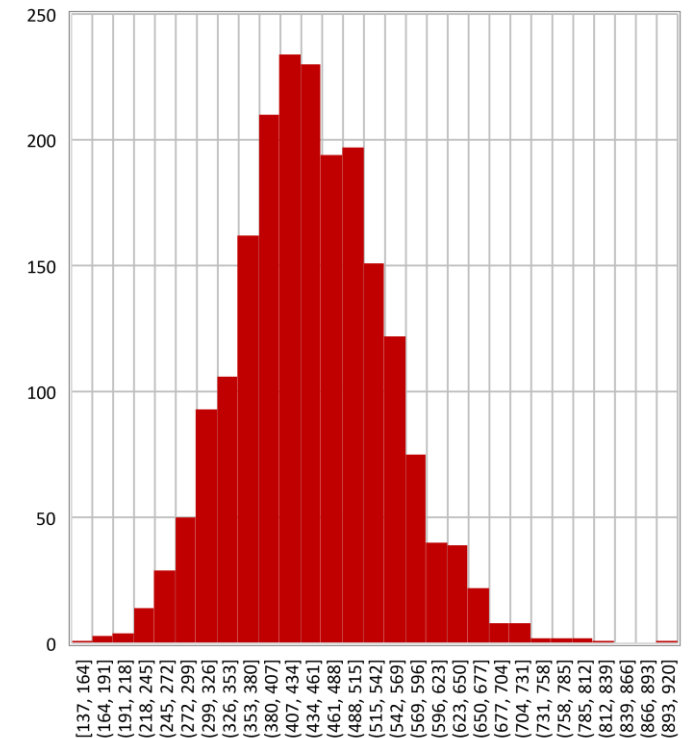
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Fiyat Etkisi—Geliştirme Maliyeti & Nakit Kar Marjı

Geliştirme maliyeti (BD, milyon USD)	Ortalama net nakit kar (USD/oz)				
	1,050	1,275	1,500	1,725	1,950
260	+4.5%	+6.5%	+8.6%	+10.7%	+12.7%
230	+5.1%	+7.1%	+9.2%	+11.2%	+13.3%
200	+5.7%	+7.7%	+9.8%	+11.8%	+13.9%
170	+6.3%	+8.3%	+10.4%	+12.4%	+14.5%
140	+6.8%	+8.9%	+11.0%	+13.0%	+15.1%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Monte Carlo—NBD (Erdemir 90%, milyon USD)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

FİNANSAL GÖRÜNÜM

Yönetimin 2025 Yıl Sonu Beklentileri

2025 Satış Hacmi: ~7,8 Mt (önceki: ~8 Mt), 4Ç25'te ~2,2 Mt (y/y yatay) ima ediyor.

2025 FAVÖK: USD60-65/t (önceki: ~USD70/t). Verimlilik artışına rağmen fiyat zayıflığı ve TL'ye endeksli giderler yansıyor. **2025 FAVÖK/t Köprüsü:** 3Ç25'te yönetim yeni yüksek fırın & kok bataryasından ~20 USD/t katkı hesaplıyor (organik ~48 USD/t, toplam ~68 USD/t). 2025 beklentisinin orta noktası (~62,5 USD/t) 4Ç25'te ~USD66,5/t (4Ç24: ~USD39/t) ima ediyor. Yönetim ~USD40/t verimlilik artışının tam etkisini 1Ç26'dan itibaren görmeyi bekliyor.

2025 İşletme Sermayesi: 2Ç25'te borç ödeme vadelerinin ~30→~60 güne uzatılmasıyla güçlü nakit girişi oldu. 3Ç25'te genel olarak yatay seyretti; 4Ç25'te, korunacak vade koşullarının etkisiyle sınırlı bir çözülme (release) öngörülüyor.

2025 Yatırım Harcaması: 800-850 milyon USD; bu da 4Ç25'te ~169-219 milyon USD (4Ç24: 390 milyon USD) ima ediyor. **2026-30 Capex:** ~600-650 milyon USD/yıl—2030'a kadar decarbonization paketi için ~450 milyon USD/yıl, modernizasyon için 150-200 milyon USD/yıl ve bakım için 50-80 milyon USD/yıl.

2025 Borçluluk: NB/FAVÖK hedefi <3,2x (önceki <3,3x). 950 milyon USD'lik Eurobond ile vade profili güçlendi; kısa vadeli borç payı ~%24'e indi.

Altın opsiyonu: Kaynak duyurusu Kasım 2025'te hedefleniyor; rezerv 1Ç26'da; rezerv açıklamasının ardından yatırım planına ilişkin detaylar da gelecek. Önceki görüşmeler 2025 capex'e ilave olarak fizibiliteye bağlı olmak üzere ~150 milyon USD'lik bir ön tahmine işaret ediyordu.

Özetle, FAVÖK'ün ~70 USD/t'ten 60-65 USD/t'ye düşürülmesine rağmen yönetimin tam yıl beklentileri 4Ç25'te ~66,5 USD/t FAVÖK ile 4Ç24'nin düşük bazına (~39/t USD) kıyasla güçlü y/y büyüme ima ediyor; 4Ç25 yatırım harcaması da 4Ç24'ün altında görünüyor. İleriye dönük olarak, 2026-30'da ~600-650 milyon USD/yıl yatırım harcaması, konsensüs ~700-750 milyon USD'nin altında; 1Ç26 itibarıyla tam etkisinin görümesi beklenen ~40 USD/t verimlilik artışı korunursa döngü ortalaması SNA'yı yukarı çekmesini bekleriz.

4Ç25 Finansal Görünüm

~2,2 Mt satış hacmi (y/y yatay) ve 71 USD/t FAVÖK (+%82 y/y) öngörüyoruz; bu, 4Ç24 dip seviyesinden (~39 USD/t) belirgin toparlanmaya işaret ediyor. 2025 tam yılı için ~7,8 Mt sevkiyat (-%3 y/y) ve 63 USD/t FAVÖK (-%21 y/y) varsayıyoruz. İşletme sermayesinde, yıl sonunda sınırlı bir çeyreklik yeniden birikime (~+20 milyon USD) karşın, uzatılmış ticari borç vadeleri sayesinde yıl genelinde ~880 milyon USD Nakit girişi/çözülme (release) öngörüyoruz. 4Ç25 yatırım harcamasını ~219 milyon USD (4Ç24'teki ~390 milyon USD'ye göre ~-%44) varsayıyoruz. Bu girdiler, 2025 yıl sonu NB/FAVÖK'ün ~3,2x seviyesine geleceğini ima ediyor.

2026-27 Finansal Görünüm

Sevkiyatların 2027'ye kadar kademeli olarak ~8,3 Mt'a toparlanmasını bekliyoruz. 2026'da 98 USD/t, 2027'de 117 USD/t FAVÖK öngörüyoruz; bu, 2025'te göreceğimiz on yılın dibinden kalıcı bir toparlanma olup 1Ç26'dan itibaren yeni yüksek fırın & kok bataryasından gelen ~40 USD/t yapısal artış, ek modernizasyon kazanımları ve tesis marjlarında sınırlı iyileşme ile destekleniyor (ticaret bariyerleri, temkinli makro toparlanma ve kalıcı küresel kapasite fazlası çelik fiyatlarını baskılamaya devam edecek olmasına karşın). 2025'te uzatılmış tedarikçi vadeleriyle gerçekleşen ~880 milyon USD'lik güçlü işletme sermayesi çözülmesi kaynaklı nakit girişinin ardından, 2026-27'de kısmi normalleşme bekliyoruz; NİS/Satışlar oranı projeksiyonumuz 2025'teki %23,5'ten 2027'ye kadar ~%29 seviyesine yükseliyor (2016-24 medyanı: ~%34). Her iki yıl için de ~650 milyon USD yatırım harcaması varsayıyoruz; bu, şirketin 2026-30 projeksiyonlarıyla uyumludur. Bu girdilerle NB/FAVÖK'ün 2027'ye kadar kademeli olarak ~2,3x'e gerilemesini bekliyoruz.

ŞİRKET HAKKINDA

Erdemir (EREGL), Türkiye'nin en büyük çelik üreticisi ve OYAK Maden Metalürji'nin amiral gemisidir. Grup, ağırlıklı yassı ürün ve seçili uzun ürün üretimi yapan iki entegre Yüksek Fırın-Bazık Oksijen Fırını tesisi işletmektedir. Konsolide ham çelik kapasitesi hâlihazırda ~10 Mt/yıl seviyesinin hafif altında olup, 2030'a dek ~13 Mt/yıl seviyesine ulaşmayı hedefleyen ve karbon azaltımı yatırımlarıyla ilerleyen bir yol haritası mevcuttur.

Erdemir, entegre modeli destekleyen tamamı veya çoğunluğu kendisine ait iştiraklerden oluşan bir organizasyonel yapıya sahiptir. Bunlar; İsdemir (ISDMR; %94,87), Ermaden (demir cevheri & pelet; %90), Kümaş (manyazit/refrakter; %100), servis merkezleri ve enerji/ticaret şirketleri olarak sıralanabilir. İsdemir, Türkiye'de hem yassı hem uzun ürün üreten tek entegre tesistir.

9A25'te grup çelik satışları toplam ~5,6 Mt olup ~4,97 Mt yassı (~%89) ve ~0,63 Mt uzun (~%11) şeklinde gerçekleşmiştir; ihracatın satışlardaki payı ~%23'tür ve Erdemir'in dengeli iç pazar/ihraç karmasını yansıtır. Referans için, Grup 2024'te ~8,5 Mt ham çelik üretmiştir.

Ataer Holding (OYAK) %49,54 paya sahiptir; serbest dolaşım %46,49; şirket geri alınan payları %3,97'dir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgiler dayanılarak alınan kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.