

ERDEMİR

4Ç25 finansal sonuçlarının ardından tahminlerimizi gözden geçirdik ve Ereğli Demir Çelik için 12 aylık hedef fiyatımızı 35,34 TL seviyesine (Önceki: 34,25 TL) yükselttik. Önerimizi Endekse Paralel Getiri olarak koruyoruz.

Erdemir 4Ç25 finansallarında yıllık bazda %11 artışla 60,99 milyar TL ciro, yıllık bazda 1,8 kat artışla 7,45 milyar TL FAVÖK ve 1,87 milyar TL zarar açıkladı (4Ç24: 2,69 mlr TL net kâr). Piyasa medyan beklentisi 58,45 milyar TL gelir, 5,66 milyar TL FAVÖK ve 2,80 milyar TL zarar olması yönündeydi. Dolayısıyla ciro ve FAVÖK piyasa beklentisinin üzerinde açıklanırken zarar rakamı konsensusun %33 altında gerçekleşti.

Erdemir, 4Ç25'te 2,23 mn ton satış hacmi gerçekleştirerek satışlarını çeyrek bazda %15, yıllık bazda ise %2 arttırdı. Buna karşın, 2025 yılının tamamında satış hacmi yıllık bazda %3 azalışla 7,83 mn ton seviyesinde gerçekleşti. Çin'de uzun süredir devam eden iç talep zayıflığının küresel çelik fiyatları üzerindeki baskısının hissedildiği bir yıl geride kalırken, son çeyrekte fiyatlarda görülen sınırlı toparlanma ciroyu kısmen destekledi. Ancak ürün fiyatları tarafındaki iyileşmenin kalıcılığı ve sürdürülebilirliği konusunda temkinli duruşumuzu koruyoruz. Operasyonel tarafta ton başı FAVÖK fiyatlardaki sınırlı toparlanmanın katkısıyla geçen çeyreğe kıyasla %4 artış kaydederek 71 USD'ye yükseldi (3Ç25: 68 USD, 4Ç24: 39 USD, 2025: 64 USD, 2024: 84 USD). FAVÖK marjı yıllık bazda 6,3 puan artışla %10,9'a yükselirken çeyrek bazda da 1,4 puanlık iyileşme kaydetti. Şirket enflasyon muhasebesinden muaf olmakla birlikte, vergi finansalları ile IFRS finansalları arasındaki farktan kaynaklanan ertelenmiş vergi gelirinin ortadan kalkması, 4Ç25'te 4,86 milyar TL ertelenmiş vergi gideri ve 1,87 milyar TL zarar oluşmasına neden oldu.

2025 yılında tamamlanan yatırımlar FAVÖK'e 20–25 USD/ton katkı sağlamış olup söz konusu yatırımların 2026 yılında ilave 10 USD/ton katkı sağlaması beklenmektedir. Küresel çelik piyasasında talep tarafında kademeli toparlanma, Çin kaynaklı arz baskısında sınırlı azalma ve yurt içinde korumacılık önlemlerinin etkisinin daha belirgin hissedilmesi sonucunda Erdemir'in operasyonel performansında 2026 yılında iyileşme öngörüyoruz. Hammade maliyetleri tarafında demir cevheri ve kömür fiyatlarında oynaklığın devam etmesini beklemekle birlikte, şirketin yüksek kapasite kullanım oranı ve etkin maliyet yönetimi sayesinde marjlar üzerindeki baskının sınırlı kalacağını değerlendiriyoruz. Ayrıca 2025 yılında tamamlanan ana üretim tesislerine yönelik yatırımların, 2026 yılında birim maliyetler üzerinde olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. **Bu çerçevede, 2026 yılında yıllık %6 artışla 8,3 mn ton satış hacmi ve yıllık %35 artışla 85 USD/ton FAVÖK tahmin ediyoruz.**

Finansman tarafında ise borç yapılandırılmaları ve işletme sermayesindeki başarılı yönetim sayesinde net borç/FAVÖK'ün 2026 yılında 1,8x seviyesine gerilemesini bekliyoruz (2025:1,9x).

Ereğli Demir ve Çelik

12% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	EREGL TI
Öneri	Endekse Paralel Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	31,48
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	35,34
Getiri Potansiyeli	12,3%
Fili Dolaşım Oranı	47,3%
Piyasa Değeri, milyon TL	220,360
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	5,044
BİST-100 Endeks Ağırlığı	2,4%
BİST Tüm Endeks Ağırlığı	1,8%
Yabancı Yatırımcı Oranı	21,9%
Emeklilik Fonları Oranı	4,8%
Yatırım Fonları Oranı	15,2%

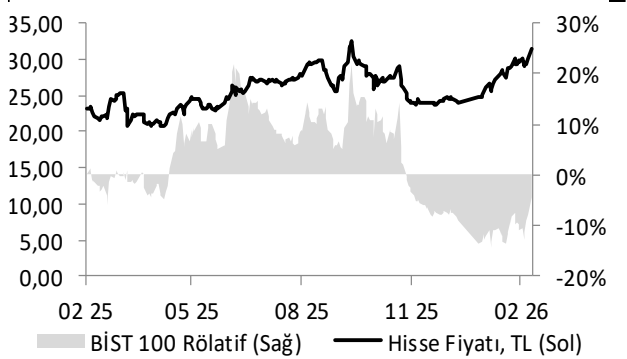
Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 23 Şubat itibarıyla

Finansallar, Milyon \$	2025	2026T	2027T
Gelirler	5,293	6,108	6,837
Gelir Büyümesi	-15,0%	15,4%	11,9%
Brüt Kâr	470	665	840
Brüt Kâr Marjı	8,9%	10,9%	12,3%
FAVÖK	518	708	888
FAVÖK Marjı	9,4%	11,6%	13,0%
Net Kâr	13	220	331
Net Kâr Büyümesi	-96,8%	1596,7%	50,3%
Net Kâr Marjı	0,2%	3,6%	4,8%
Net Borç	1,000	1,309	1,528
Net Borç / FAVÖK	1,9	1,8	1,7
F/K	343,9	22,9	15,3
FD/FAVÖK	8,0	5,3	4,0

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	3a	6a	1y
Nominal	30,5%	7,1%	42,0%
Rölatif	1,4%	-13,4%	-3,0%
İşlem Hacmi milyon \$	113,3	125,9	119,7

Kaynak: BİST, Finnet

Nazlı Tuna AKAR

tuna.akar@phillip.com.tr

Altın Madeni İle İlgili Beklentiler

Şirket Kasım 2025'te Sivas-Kangal sahasında gerçekleştirilen ilk çalışmalar sonucunda yaklaşık 424 bin ons altın içeren mümkün kaynak tespit edildiğini duyurmuştu. Altın madeniyle ilgili ilk açıklanan kaynak raporu, sınırlı bir alanda bulunan rezervi gösteriyordu. İkinci aşamada, aynı bölgeye dair daha kapsamlı rezerv çalışmaları yapılacak ve sonuçların 1Ç26 sonu ya da 2Ç26'da açıklanması bekleniyor. Altın madeniyle ilgili rezerv raporu açıklansa da, bu yatırımın hayata geçirilmesi ve üretime dönüşmesinin uzun vadeli bir süreç olduğunu belirtelim. Dolayısıyla kısa vadeli finansal projeksiyonlarımıza dahil etmiyoruz. Bununla birlikte altın madeninın tamamen şirket tarafından işletilmesi, bir ortakla işletilmesi veya işletme hakkının satılması gibi seçenekler gündeme gelebilir.

Sektörel Beklentiler

2025 yılında Türkiye çelik sektörünün en temel sorunu, özellikle agresif fiyatlarla gerçekleşen yüksek ithalat baskısı oldu ve bu durum yurt içi üreticilerin kâr marjlarını ciddi şekilde daralttı. Çin'e karşı açılan anti-damping soruşturması sonuçlanıp Dahilde İşleme Rejimi'nde düzenleme yapılmasına rağmen, Çin'den azalan ithalatın yerini düşük vergi oranı nedeniyle Rusya hızla doldurduğu için beklenen marj iyileşmesi gerçekleşmedi. Sıcak üründe (Sıcak haddelenmiş yassı çelik/HRC) %25 yerli tüketim zorunluluğu getirilmesi olumlu bir adım olarak görülürken, bu oranın artırılması ve soğuk ürüne de (Soğuk haddelenmiş yassı çelik) uygulanması bekleniyor; ayrıca 2026'da korumacılık önlemleri tarafında Türkiye lehine yeni gelişmeler öngörülüyor.

Çin 2025 yılında %5 büyüme de emlak krizi nedeniyle çelik talebi zayıf kaldı; ABD tarafında tarifeler ve faiz indirimleri büyümeyi desteklerken, Avrupa öne çekilen talep dışında kırılğan bir görünüm sergiledi. Erdemir, 2026'da faiz indirimlerinin talebi desteklemesini, Çin'in ihracatında sınırlı gerilemeyle arz baskısının azalmasını ve Çin hariç bölgelerde özellikle altyapı yatırımları kaynaklı talep artışını bekliyor. Faiz indirimlerinin seyri ve ticaret politikalarındaki belirsizliğin azalması sektör için temel destek unsurları olarak öne çıkıyor. Buna karşın bazı ülkelerin yüksek tarifelerle korumaya gitmesi, Türkiye gibi daha açık pazarlarda arz fazlası yaratıp fiyat ve kârlılığı baskılıyor.

Değerleme

EREGL için 12 ay sonrası hedef fiyatımızı, %60 indirgenmiş nakit akışı ve %40 çarpan analizi yöntemlerini kullanarak hesaplıyoruz. 2026-2035 yıllarını kapsayan USD cinsi 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 %10,1 civarında oluştu. İNA sonucunda EREGL için 5,77 milyar USD piyasa değeri hedefine ulaştık.

2025 ve 2026 yıllarını kapsayan çarpan analizimizde ise F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarını dikkate aldık. Analiz kapsamında F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verdik ve 4,50 milyar USD hedef şirket değerine ulaştık. **Sonuç olarak 12 aylık hedef fiyatımız EREGL için 35,34 TL olarak belirlenmiş olup, son kapanış fiyatına göre %12 getiri potansiyeli sunmaktadır.**

	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı değer
İNA (mn USD)	5,775	60%	3,465
Çarpan Analizi (mn USD)	4,503	40%	1,801
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn USD)			5,266
12 Aylık Hedef Fiyat (USD)			0,75
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)			35,34
Mevcut Fiyat (TL)			31,48
12 Aylık Getiri Potansiyeli			12,3%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

İNA ANALİZİ

İNA Özet (Milyon USD)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Satış Gelirleri	6,108	6,837	7,299	7,732	8,460	9,279	10,135	10,820	11,241	11,494
Büyüme, (%)	15,4%	11,9%	6,7%	5,9%	9,4%	9,7%	9,2%	6,8%	3,9%	2,2%
FVÖK	421	567	700	842	1,023	1,214	1,397	1,589	1,730	1,826
FVÖK Marjı, (%)	6,9%	8,3%	9,6%	10,9%	12,1%	13,1%	13,8%	14,7%	15,4%	15,9%
FAVÖK	708	888	1,050	1,213	1,429	1,650	1,874	2,087	2,247	2,355
FAVÖK Marjı, (%)	11,6%	13,0%	14,4%	15,7%	16,9%	17,8%	18,5%	19,3%	20,0%	20,5%
İşletme Sermayesi Değişimi	170	106	156	175	219	239	259	255	197	157
Yatırım Harcamaları	611	684	657	696	694	696	709	703	674	690
Vergi	105	142	175	210	256	304	349	397	432	457
Serbest Nakit Akımları	-178	-43	62	132	260	412	556	731	943	1,052
İskonto Faktörü	0,84	0,76	0,69	0,63	0,57	0,52	0,47	0,43	0,39	0,35
İndirgenmiş Nakit Akımları	-149	-33	43	82	148	213	260	311	364	368

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
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	35,4%	35,1%	35,8%	36,2%	36,4%	36,5%	36,3%	36,0%	34,7%	33,5%
Özkaynak Ağırlığı	64,6%	64,9%	64,2%	63,8%	63,6%	63,5%	63,7%	64,0%	65,3%	66,5%
Borç / Özsermaye	54,9%	54,1%	55,6%	56,7%	57,3%	57,4%	57,1%	56,2%	53,1%	50,3%
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	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%

İNA Bugünkü Değer	1,607
Terminal Büyüme Oranı	2%
Devam Eden Değerin	
Bugünkü Değeri	4,528
Firma Değeri	6,135
(-) Net Borç	1,000
Piyasa Değeri	5,135
12 Aylık Hedef PD	5,775

ÇARPAN ANALİZİ

Erdemir 2026 ve 2027 yılı tahminlerimize göre F/K çarpanı bazında küresel benzer şirketlere kıyasla ortalama %32 primli işlem görmektedir. FD/FAVÖK bazında ise 8,5x olan 2026T çarpanına göre %4 primli, 6,8x olan 2027T çarpanına göre ise %7 iskontoludur.

Şirket	Ülke	PD (milyon USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2026T	2027T	2026T	2027T
Arcelormittal	Lüksemburg	51,568	13,0	10,1	7,0	6,1
Bluescope Steel Ltd	Avustralya	8,791	15,2	14,7	6,7	6,3
Commercial Metals Co	ABD	8,389	10,9	11,3	7,9	7,4
Citi Pacific Special Steel-A	Çin	11,675	14,0	12,8	9,1	8,6
Tata Steel Ltd	Hindistan	28,548	22,2	14,7	10,1	8,1
Steel Dynamics Inc	ABD	28,624	14,2	12,5	9,7	8,9
Voestalpine Ag	Avusturya	10,252	21,6	13,0	7,1	5,7
Ortalama			15,9	12,7	8,2	7,3
EREGL	Türkiye	5,025	22,9	15,3	8,5	6,8
Prim/ (İskonto)			44%	20%	4%	-7%

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

FİNANSAL VERİLER

Gelir Tablosu (mn USD)	2025	2026T	2027T
Ciro	5,293	6,108	6,837
Ciro Büyümesi	-15,0%	15,4%	11,9%
Brüt Kâr	470	665	840
Brüt Kâr Marjı	8,9%	10,9%	12,3%
Esas Faaliyet Karı	252	421	567
FAVÖK	518	708	888
FAVÖK Büyümesi	-19,5%	36,6%	25,5%
FAVÖK Marjı	9,4%	11,6%	13,0%
Vergi Öncesi Kâr	93	398	598
Vergi Gideri	76	99	150
Net Kâr	13	220	331
Net Kâr Büyümesi	-96,8%	1596,7%	50,3%
Net Kâr Marjı	0,2%	3,6%	4,8%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Bilanço (mn USD)	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	5,847	6,080	6,233
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,694	2,610	2,504
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	640	756	865
Stoklar	2,085	2,316	2,462
Diğer Dönen Varlıklar	372	376	380
Duran Varlıklar	7,184	7,579	8,019
Toplam Varlıklar	13,031	13,659	14,252
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,728	3,200	3,334
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,367	3,314	3,459
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	6,714	6,844	7,040
Ödenmiş Sermaye	163	163	163
Net Dönem Kârı/Zararı (Ana Ortaklık)	13	220	331
Toplam Kaynaklar	13,031	13,659	14,252

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Rasyo Analizi (mn USD)	2025	2026T	2027T
F/K	343,9	22,9	15,3
FD/FAVÖK	8,0	5,3	4,0
PD/DD	0,66	0,74	0,72
Özkaynak Karlılığı	0,2%	3,2%	4,7%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	3,6%	5,8%	7,0%
Net Borç	1,000	1,309	1,528
Net Borç / FAVÖK	1,9	1,8	1,7
Net Borç / Özkaynaklar	0,1	0,2	0,2
Özkaynak Karlılığı	0,2%	3,2%	4,7%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

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 zararlara 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.