

Erdemir

“Dönemsel zorluklar altında beliren ışık”

Şirketin satış miktarı 2024'ün ilk yarısında deprem kaynaklı düşük baz ve talep ortamının desteğiyle %22,8 artışla 3,94 milyon tona yükseldi. Yılın ikinci yarısında ise talepteki zayıflama ve satışlardaki düşüşün etkisiyle Erdemir'in 2024'ü 7,81 milyon satış tonajıyla tamamlamasını bekliyoruz. 2025 yılının ilk yarısında zayıf talep ortamının devamı ve yüksek belirsizlikler nedeniyle, belirgin gelişim kaydedeceğini öngörmediğimiz satış görünümünün, yılın ikinci yarısında talepte toparlanma ve iyileşen fiyatlandırma ortamının desteğinde güçleneceğini tahmin ediyoruz. Böylece 2025'te, yurt içinde parasal gevşeme ve anti-damping düzenlemesinin de etkileri ile yıllık %1,2 artışla 7,91 milyon ton satış tonajı bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2024'te cironun yıllık bazda %3,0 düşüşle 6,05 milyar dolar, 2025'te ise %0,4 artışla 6,07 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2023 yılında 851 dolar olan ton başına satış gelirinin 2024'te %9,0 azalışla 775 dolara, 2025'te ise %0,9 azalışla 768 dolara gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Erdemir için 2025 ve 2026 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 7,1x ve 4,9x; F/K çarpanlarını ise 10,5x ve 5,6x olarak tahmin ediyoruz. **EREGL hissesini 33,96 TL hedef fiyatı ve “AL” tavsiyesiyle yeniden Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.**

- ✓ **Ton başına FAVÖK'te kademeli toparlanma.** Yılın ikinci yarısında karlılığın baskılanmasıyla beraber ton başına FAVÖK'ün 2024'te ortalama 86 dolara (2023: 92 dolar) gerileyeceğini öngörüyoruz. 2025'te hammadde fiyatlarındaki gerileme ile maliyet baskısının azalması ve yılın ikinci yarısında fiyatlandırma ortamının daha iyi olacağı beklentisi ile ton başına FAVÖK'ün 103 dolara; 2026'da ise sektördeki toparlanmanın da desteğiyle 138 dolara ulaşacağını tahmin ediyoruz.
- ✓ **Yeşil Dönüşüm.** Şirket yeşil dönüşüm ve sürdürülebilirlik stratejisi doğrultusunda, 2030 yılına kadar 3,2 milyar dolar yatırım yapmayı planlıyor. Karbon emisyonlarının azaltılmasını hedefleyen şirketin, ham çelik üretim kapasitesinin ise 13 milyon tona ulaşması bekleniyor. Yatırım harcamalarının yıl sonunda 1.100 milyon dolar, 2025'te ise 850 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Dolar bazlı net borç/FAVÖK oranı beklentimiz 2024 için 3,0x, 2025 için ise 2,6x seviyesinde bulunuyor.
- ✓ **GES ve Peletleme yatırımı karlılığı artıracak.** Şirket, 2026'da tamamlanması planlanan GES yatırımı ile beraber elektrik ihtiyacının tamamını karşılamayı hedefliyor. Şirket ayrıca 550 milyon dolarlık peletleme tesisi yatırımı ile demir cevheri rezervi kapsamında 100 milyon tonu aşkın pelet üretimi hedefliyor. Böylelikle şirketin toplam demirli hammaddede kendine yeterlilik oranı %15-20'lerden %40-45'lere ulaşacak. Her iki yatırımı da karlılığı destekleyici pozitif bir unsur olarak değerlendiriyoruz.

Riskler: Çin'de iç talepteki zayıf seyir ile ihracatın yüksek seyretmeye devam etmesi ve çelik fiyatlarında gerileme, yeni yatırımların devreye alınmasındaki gecikmeler, kurda reel değerlenmenin aşırı bölgeye geçmesi ana risk unsurları arasında sıralanabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 24,86 TL

Hedef Fiyat: 33,96 TL

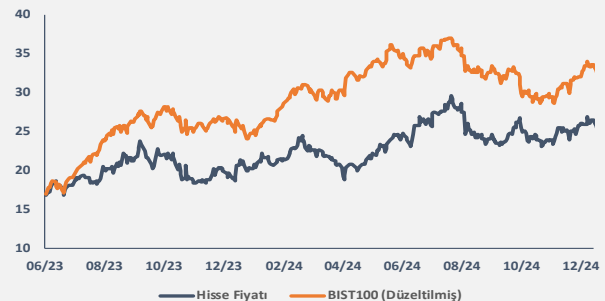
Getiri Potansiyeli: %37

Özet Veriler

Hisse Kodu	EREGL
Cari Fiyat (TL)	24,86
52H En Yüksek (TL)	30,13
52H En Düşük (TL)	19,11
Piyasa Değeri (milyon TL)	174.020
Piyasa Değeri (milyon USD)	4.942
Halka Açıklık Oranı (%)	46,74
Konsensus HF (TL)	29,86
Konsensus Tavsiye	%33 A / %50 T / %17 S
3A Hacim (milyon USD)	121,9
HLY HBK (2025T)	2,00
Konsensus HBK (2025T)	2,33

Tahminler ve Rasyolar	2023G	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar (milyon TL)	147.900	198.506	248.433	303.504
Yıllık Büyüme	15,7%	34,2%	25,2%	22,2%
FAVÖK (milyon TL)	15.573	21.759	33.852	53.227
Yıllık Büyüme	-41,6%	39,7%	55,6%	57,2%
Net Kar (milyon TL)	4.033	15.877	13.662	25.753
Yıllık Büyüme	-77,6%	293,7%	-14,0%	88,5%
FAVÖK Marjı	10,5%	11,0%	13,6%	17,5%
Net Kar Marjı	2,7%	8,0%	5,5%	8,5%
FD/Satışlar	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
FD/FAVÖK	11,9x	9,8x	7,1x	4,9x
F/K	35,6x	9,0x	10,5x	5,6x
PD/DD	0,8x	0,6x	0,4x	0,4x
Hisse Başı Kar (TL)	1,2	2,3	2,0	3,7

Fiyat Performansı



Yatırımlar uzun vadede pozitif

Şirket, 2030 yılı sonuna kadar 3,2 milyar dolar yatırım harcaması planlıyor. 2026'da GES'in, 2027'de ise peletleme tesisinin devreye alınması bekleniyor. GES yatırımı ile beraber elektrik ihtiyacının tamamının karşılanması hedefleniyor. Peletleme tesisi ile beraber ise şirketin toplam demirli hammaddede kendine yeterlilik oranı %15-20'lerden %40-45'lere ulaşacak. Ayrıca bu yatırımın ithalatı azaltıcı etkisinin yanı sıra, Erdemir'e yıllık 200-250 milyon dolarlık ilave brüt kârlılık kazandıracığı öngörülüyor. Şirketin ham çelik kapasitesi 9,5 milyon ton seviyesinde bulunuyor. 2028 yılında birinci, 2030 yıl sonunda ise ikinci ark ocaklı fırının devreye alınarak üretim kapasitesinin 13 milyon tona yükselmesi bekleniyor.

Parasal gevşeme sektörü destekleyebilir

Avrupa ve ABD'de merkez bankaları 2024'ün ikinci yarısı ile beraber faiz indirimlerine başladı. Çin ise Aralık ayında 13 yıl sonra ilk kez parasal duruşunu değiştirdi. Politbüro toplantısı sonrası yapılan açıklamada para politikasının ılımlı bir şekilde gevşek olacağı ifade edildi. Ayrıca, 2025'te mali politikanın daha proaktif olacağı, tüketimin ve yatırımların etkinliğinin artırılacağı belirtildi. Yurt içi tarafta ise 2025'in ilk yarısında sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve zayıf talebin sektörü baskılayan ana unsurlar arasında yer alacağını tahmin ediyoruz. Ana ihraç pazarlarımızdan olan Avrupa'da büyümeye ilişkin devam eden endişeler de sektör açısından aşağı yönlü riskler arasında bulunuyor. Öte yandan, TCMB'nin faiz indirimlerine başlamasıyla birlikte, Çin'de ekonomiyi desteklemeye yönelik atılan adımlar ve major merkez bankalarının para politikalarındaki gevşemenin gecikmeli etkileriyle sektördeki toparlanmanın yılın ikinci yarısı itibarıyla başlayabileceğini öngörüyoruz. Erdemir tarafında ise 2026'da yatırımların da devreye alınmasıyla beraber operasyonel karlılığın artacağını tahmin ediyoruz. 2025 yılında 103 dolar olan ton başına FAVÖK beklentimizin 2026'da 138 dolara yükselmesini bekliyoruz. Aynı dönemlerde FAVÖK marjının ise %13,4'ten %17,5'e ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Dönemsel zorluklara karşın temettü getiri potansiyeli

Erdemir, düzenli ve yüksek temettü dağıtımlarıyla temettü verimliliği açısından öne çıkan şirketler arasında yer almaktadır. Ancak, son yıllarda sektördeki durgunluk ve yüksek yatırım harcamalarına başlanılacak olması nedeniyle geçmiş yıl temettü verimliliklerine göre daha sınırlı bir temettü ödemesi yapmıştır. Şirket, 2023 yılı karından bu yıl %43 dağıtım oranıyla hisse başına 0,50 TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. Sektördeki zorlukların devam etmesi ve belirsizliklerin yarattığı riskler doğrultusunda, Erdemir'in bu yılki karından hisse başına 1,14 TL, 2025 yılı karından ise 0,98 TL brüt kar payı dağıtmasını öngörüyoruz. 2026'da sektörün toparlanması ve şirketin karlılığındaki artış ile birlikte, dağıtım tutarının önceki yıllardaki ortalamalara yakın bir seviyeye gelmesini ve o yılki karından hisse başına 3,29 TL brüt kar payı dağıtabileceğini öngörüyoruz.

Riskler

Arz-talep dengesinin zayıf kalmaya devam etmesi, fiyatlarda baskı yaratabilir

Çin yönetimi Eylül ayı itibarıyla konut sektörünü desteklemek ve büyümeyi canlandırmaya yönelik birçok teşvik paketi açıkladı. Açıklanan paketlerin daha çok mevcut konut stoklarının eritilmesine odaklanılmasından dolayı çelik fiyatlarında bir miktar toparlanma gerçekleşse de olumsuz görünüm devam ediyor. Şu an için ülkede HRC fiyatları Eylül sonuna göre %8,0 daha düşük seyrediyor. Diğer yandan Aralık ayındaki toplantıda Politbüro, para politikasının ılımlı bir şekilde gevşek ve mali politikanın daha proaktif olacağını belirtse de görünüm belirsizliğini koruyor. Çin hükümetinin yeni yıl için belirleyeceği ekonomik hedefler ise, Mart 2025'te yapılacak Ulusal Halk Kongresi Genel Kurulu'nda onaylandıktan sonra duyurulacak. Gelecek yıl için hükümetin %5 büyüme hedefi koymayı planladığı belirtiliyor. Son atılan adımlar Çin ekonomisinin geleceğine ilişkin umutları artırsa da belirsizlik devam ediyor. 2025 yılında hükümet tarafından atılan teşvik adımlarının ekonomide istenilen etkiyi yaratıp yaratmayacağı ve ikinci kez başkan seçilen Trump yönetiminde ABD ile Çin arasındaki ilişkilerin nasıl şekilleneceği belirleyici olacak. Teşviklere rağmen sektörde arz-talep dengesinin zayıf kalmaya devam etmesi, fiyatlarda baskı yaratabilir. İkinci yarıda beklediğimiz olumlu görünüm yılın son çeyreğine hatta 2026 yılına kalabilir. Bu ise modelimizde aşağı yönlü riskleri canlı tutuyor.

Yatırımlarda gecikme nakit akışlarını etkileyebilir

Modelimizde yüksek yatırım harcamaları ve karlılıkta kademeli toparlanma nedeniyle nakit akışı 2026'ya kadar negatif seyretmektedir. Şirket faaliyetlerindeki iyileşmenin ve azalan yatırım harcamalarının etkisiyle bunun 2027 itibarıyla pozitive dönmesini bekliyoruz. Ancak, yatırımların planlanan takvimden daha geç tamamlanması, çelik fiyatlarındaki dalgalanmalar ve küresel ekonomik belirsizlikler, nakit akışının toparlanmasını geciktirebilecek önemli risk faktörleri arasında yer alıyor.



Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Erdemir'in 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Benzer Şirket çarpanları yöntemlerini kullandık. İNA'ya %60, çarpan analizine ise %40 ağırlık verdik.

Dolar bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12 aylık 6.185 milyon dolar şirket değerine işaret etmektedir. 2024-2033 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönemi projeksiyon ettiğimiz İNA modelimizde, beta katsayısını 0,79, özsermaye maliyetini %11,85, risksiz faiz oranını %7,5 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %6,38 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %9,89 olacağını öngörüyoruz.

Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise 3.614 milyon dolar 12 aylık şirket değerine ulaşmaktayız. Benzer şirket karşılaştırmasında, 2025 ve 2026 yıllarına ilişkin hedef FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını kullanarak, eşit ağırlıklandırdık. FD/FAVÖK çarpanına göre 2.814 milyon dolar, F/K çarpanına göre ise 4.413 milyon dolar hedef şirket değerine ulaşıyoruz.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde EREGL için 12 aylık hedef fiyatımız, 33,96 TL seviyesinde olup, %37 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Tablo 1: Değerleme Özeti

Özet Değerleme Tablosu			
(USD mn)	Şirket Değeri	Ağırlık	Hedef Değer
İNA	6.185	60%	3.711
Benzer Şirket Çarpanları	3.614	40%	1.446
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (USD mn)			5.157
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL mn)			237.718
Güncel Piyasa Değeri (TL mn)			174.020
Yükseliş Potansiyeli			37%
Hisse Fiyatı (TL)			24,86
12 aylık Hedef Fiyat (TL)			33,96

Kaynak: Erdemir, HLY Araştırma



Değerleme Özeti

Tablo 2: İNA Değerleme

İNA Değerleme (USD mn)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış Gelirleri	6.049	6.070	6.403	6.620	6.747	7.450	7.880	9.006	9.464	9.757
EBIT	687	618	915	1.083	1.226	1.392	1.463	1.709	1.878	1.988
FAVÖK	668	815	1.123	1.325	1.472	1.664	1.750	2.037	2.223	2.344
(-) Vergi @ FVÖK	172	154	229	271	306	348	366	427	469	497
(-) Yatırım Harcamaları	1.100	850	800	750	700	600	500	450	450	450
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	116	124	163	144	158	186	160	184	166	145
Serbest Nakit Akışı	-719	-313	-69	160	307	530	724	976	1.138	1.252
İskonto Faktörü	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,77	1,94	2,13	2,35
İndirgenmiş Nakit Akışı	-718	-285	-57	121	211	330	410	503	533	534
Sonsuz Büyüme Oranı	1%									
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	6.054									
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.581									
Şirket Değeri (USD mn)	7.635									
Net Borç (-)	1.977									
Azınlık Payları (-)	18									
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (USD mn)	6.185									
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL mn)	285.126									
Güncel Piyasa Değeri (TL mn)	174.020									
Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı	7.000									
Hisse Fiyatı (TL)	24,86									
Hedef Hisse Fiyatı	40,73									
Yükseliş Potansiyeli	63,8%									

AOSM Varsayımları

AOSM	9,66%	9,78%	9,83%	9,89%	9,96%	10,00%	10,06%	9,94%	9,91%	9,90%
Risksiz Faiz Oranı	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Özsermaye Maliyeti	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%	11,85%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
Borçlanma Maliyeti	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
Vergi	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Borç Oranı	40%	38%	37%	36%	34%	34%	33%	35%	35%	35%

Kaynak: Erdemir, HLY Araştırma



Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 3 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
AVRUPA						
Acerinox SA	İspanya	2.406	4,3	3,7	7,8	6,4
ArcelorMittal	Lüksemburg	19.731	3,8	3,4	5,3	4,5
Voestalpine AG	Avusturya	3.379	3,8	3,5	9,6	7,1
Thyssenkrupp	Almanya	2.516	---	---	5,5	4,2
SSAB	İsveç	3.925	2,6	2,3	7,9	6,5
Aperam	Lüksemburg	1.901	4,4	3,7	7,6	5,7
AMERİKA						
US Steel Corp	ABD	7.199	5,8	4,6	12,2	8,2
Cia Siderurgica	Brezilya	1.899	4,4	4,2	13,2	12,0
Commercial Metals	ABD	5.758	6,5	5,6	13,1	10,3
Nucor	ABD	27.574	7,1	5,7	13,8	10,1
Steel Dynamics	ABD	17.822	7,9	6,6	12,3	9,7
Reliance Steel & Al	ABD	14.666	10,2	9,8	15,6	14,4
Gerdau S.A.	Brezilya	6.158	3,7	3,6	6,8	7,1
Ternium	Lüksemburg	5.669	3,2	2,7	4,1	3,8
ASYA						
POSCO	Güney Kore	14.792	4,8	4,3	9,6	8,2
Steel Authority of India	Hindistan	5.774	8,5	7,1	16,9	10,5
BlueScope Steel Ltd	Avustralya	5.280	6,1	4,5	19,7	10,8
Nippon Steel& Sum	Japonya	20.356	6,1	5,0	10,4	5,8
Baoshan Iron& Steel	Çin	21.156	6,3	6,0	13,5	12,4
China Steel Corp	Tayvan	9.600	12,9	11,7	43,5	28,4
JSW Steel	Hindistan	26.470	11,3	8,2	27,2	14,8
Tata Steel	Hindistan	20.578	10,0	6,8	28,6	11,6
Erdemir		4.942	7,1	4,9	10,5	5,6
Medyan			6,1	4,6	12,3	9,0
Prim/İskonto			16%	7%	-14%	-38%
Ortalama			6,4	5,4	13,8	9,7
Prim/İskonto			11%	-9%	-24%	-42%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Erdemir'i, küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 7,1x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %16, 4,9x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %7 primli işlem görmektedir. F/K çarpanına göre ise 10,5x olan 2025T F/K çarpanına göre %14, 5,6x seviyesindeki 2026T F/K çarpanına göre %38 iskontolu işlem görmektedir.

Sektörel Görünüm

2024'te beklenen toparlanma gerçekleşmedi

Küresel çelik üretimi 2024 yılının Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda %1,4 düşüyle 1,69 milyar tona geriledi. Küresel imalat sektöründeki zayıf seyir, sıkı para politikaları ve jeopolitik belirsizlikler sektörde baskı yaratan unsurlar arasında yer aldı. Ayrıca dünya çelik üretiminin yarısından fazlasını karşılayan Çin'de emlak sektöründe devam eden sorunlar ve büyümeye ilişkin endişeler sektörde zorluk yaratan bir başka önemli faktör olarak öne çıktı. Worldsteel tahminlerine göre bu yıl çelik tüketiminin %0,9 azalmasının ardından 2025'te %1,2 artış göstermesi bekleniyor. Diğer yandan Çin hariç bırakıldığında dünya çelik tüketiminin 2024'te %1,2, 2025'te ise %3,3 artış göstereceği tahmin ediliyor.

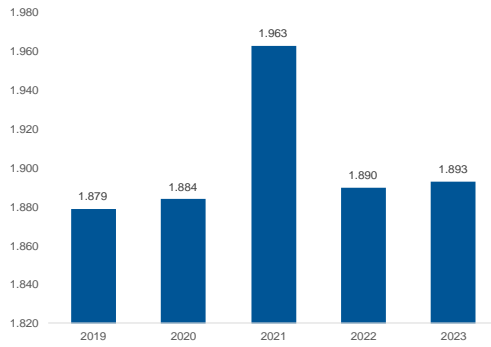
Dünya çelik sektöründe Çin ana aktör olmayı sürdürüyor

2015-2020 dönemi arasında ortalama %3,0 büyüme kaydeden dünya ham çelik üretimi, 2020-2023 yılları arasında ise yalnızca %0,4'lük bir artış gösterdi. Pandemi ile beraber yüksek enflasyon ve enerji fiyatlarının yanı sıra faiz oranlarındaki artış talebi baskılarken, jeopolitik gerilimler sektörde zorluk yarattı. 2023 yılında 1.893 milyon ton çelik üretimi gerçekleşirken, Çin %53,9 ile ilk sırada yer aldı. Benzer şekilde, dünya çelik tüketimi 1.763 milyon ton seviyesinde gerçekleşirken, Çin %50,8 ile lider konumunu korudu. Bu nedenle sektörü değerlendirirken, Çin ekonomisindeki gelişmeler yakından takip edilmektedir. Ülkede emlak piyasasında yaşanan kriz ve inşaat sektöründeki sorunlar ile iç talep zayıf seyretmektedir. 2024'ün on bir ayında çelik üretimi yıllık bazda %2,7 düşüş kaydederek 929,2 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Worldsteel tahminlerine göre Çin'in çelik tüketiminin 2023'teki 895,7 milyon tonun ardından 2024'te %3,0 azalışla 868,8 tona gerilemesi bekleniyor. Ülke ekonomisine ilişkin devam eden sorunlar ile 2025'te de talebin %1,0 azalış kaydedeceği tahmin ediliyor.

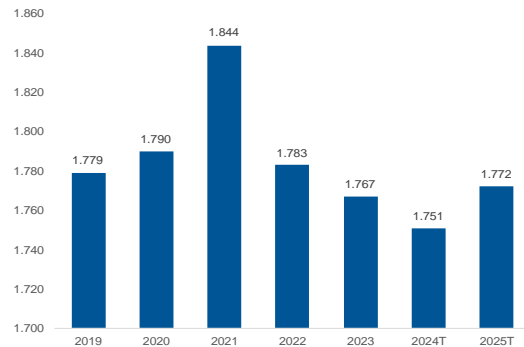
Zayıf talep fiyatlarda baskı unsuru

Çin'deki zayıf talep fiyatlarda da baskı yaratmaya devam ediyor. Ülkede sıcak haddelenmiş yassı çelik (HRC) fiyatları 2023 yıl sonuna göre %17,1 düşüş kaydetti. İç talepteki zayıflık ise Çin'in çelik ihracatını hızlandırdı. Yıl sonunda çelik ihracatının 100 milyon tonu aşması ve 8 yılın en yüksek seviyesine ulaşması bekleniyor. Diğer yandan ekonomi yönetimi ise Eylül ayı itibarıyla büyümeyi canlandırmaya yönelik teşvik paketleri açıklamaya başladı. Açıklanan teşvikler ile çelik fiyatlarında bir miktar toparlanma gerçekleşse de düşük seyir devam ediyor. Öte yandan, Aralık ayında yapılan Politbüro toplantısında ise önemli mesajlar öne çıktı. Toplantı sonrası yapılan açıklamada, para politikasının ılımlı bir şekilde gevşek olacağı ifade edildi. Böylelikle Çin 13 yıl sonra ilk kez parasal duruşunu değiştirmiş oldu. Ayrıca, 2025'te mali politikanın daha proaktif olacağı, tüketimin ve yatırımların etkinliğinin artırılacağı belirtildi. 2025 yılında hükümet tarafından atılan teşvik adımlarının ekonomide istenilen etkiyi yaratıp yaratmayacağı ve ikinci kez başkan seçilen Trump yönetimindeki ABD ile Çin arasındaki ilişkilerin nasıl şekilleneceği yakından takip edilecek.

Grafik 1: Dünya Ham Çelik Üretimi



Grafik 2: Dünya Ham Çelik Tüketimi



Kaynak: Worldsteel, HLY Araştırma



Sektörel Görünüm

Toparlanma 2025'in ikinci yarısından itibaren başlayabilir

HRC ve hammadde fiyatlarındaki düşüş 2024'te de devam etti. Çin'de ortalama satış fiyatları 2023'e göre 2024'te %10,3 azalışla 511 dolar/ton, Güney Avrupa'da %11,6 azalışla 635 dolar/ton ve Türkiye'de %12,7 azalışla 626 dolar/ton seviyesine geriledi. Maliyetler tarafında ise, üretimin ana hammaddeleri olan demir cevherinde %8,7, kömürde %17,5 düşüşler kaydedildi. Çin'de ekonomiyi desteklemeye yönelik atılan teşvik adımlarını olumlu değerlendirmekle birlikte, çelik fiyatlarındaki toparlanmanın zaman alabileceğini düşünüyoruz. Majör merkez bankalarının para politikasında gevşeme adımlarının gecikmeli etkilerini de göz önüne aldığımızda sektör için daha pozitif bir görünümün 2025'in ikinci yarısından itibaren başlayabileceğini öngörüyoruz.

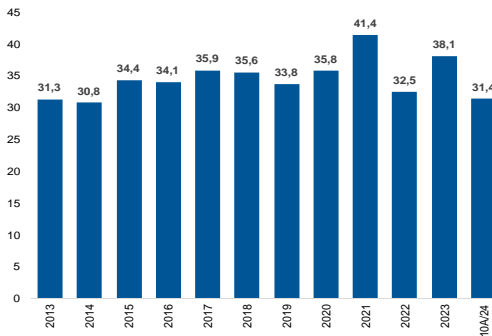
Türkiye'de çelik tüketimi azaldı

Türkiye'nin çelik üretimi 2024 yılının on ayında %12,4 oranında artışla 30,9 milyon ton seviyesine yükselirken, çelik tüketimi aynı dönemde yıllık bazda %1,8 azalarak 31,4 milyon tona geriledi. Dış ticaret tarafına baktığımızda ise, 2023 yılının ardından Türkiye çelik sektörü 2024'ün on ayında da net ithalatçı konumunu sürdürdü. Ocak-Ekim döneminde ihracat miktar olarak yıllık bazda %30,7 artışla 11,2 milyon ton seviyesine yükselirken, değer itibarıyla %18,7 artışla 8,2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. İthalat ise miktar itibarıyla %7,2 azalışla, 13,7 milyon ton, değer itibarıyla %15,6 azalışla 10,7 milyar dolar oldu. Sıkı para politikası ve sanayi sektöründeki zayıflamanın etkileri talep tarafında baskı yaratan unsurlar olarak öne çıktı. 2024'ün ikinci ve üçüncü çeyreğinde Türkiye ekonomisi yıllık bazda sırasıyla %2,4 ve %2,1 büyürken, çeyreklik bazda %0,2 daralma kaydetti. Aynı dönemde sanayi sektöründe ise yıllık bazda %1,6 ve %2,2 düşüşler kaydedildi.

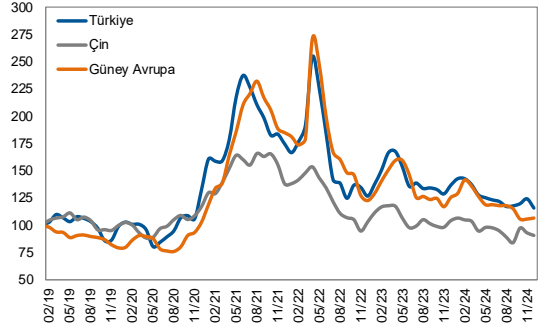
Anti-Dumping düzenlemesi 2025'te pozitif etki yaratabilir

31 Ekim 2023 tarihinde Türkiye'de üretim yapan üreticiler tarafından yapılan başvuru ile "sıcak haddelenmiş yassı çelik" ürünü için dumping soruşturması başlatılmıştı. 2024 Ekim ayında yayımlanan Resmi Gazete'deki karar ile Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli demir-çelik ithalatına, üretici firmalar bazında CIF bedelinin %6,10 - 43,31'i aralığında değişen oranlarda dumpinge karşı vergi uygulanacağı açıklandı. 2025'te TCMB'nin faiz indirimlerine başlaması ve anti-dumpinge yönelik düzenlemenin rekabet gücünü artırması bakımından sektörü destekleyeceğini düşünüyoruz. Öte yandan, yılın ilk yarısında sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve zayıf talebin sektörü baskılayan ana unsurlar arasında yer alacağını tahmin ediyoruz. Ana ihrac pazarlarımızdan olan Avrupa'da büyümeye ilişkin devam eden endişeler de sektör açısından aşağı yönlü riskler arasında bulunuyor.

Grafik 3: Türkiye Ham Çelik Tüketimi



Grafik 4: HRC Fiyatları



Kaynak: TÇÜD, ÇİB, Bloomberg, HLY Araştırma

Operasyonlar ve Finansallar

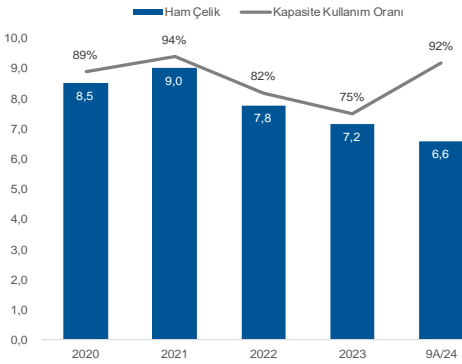
Kapasite kullanım oranında normale dönüş

Erdemir'in sıvı çelik üretimi 2024'ün üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %18,1 artışla 2,2 milyon tona yükseldi. Böylelikle Ocak-Eylül döneminde sıvı çelik üretimi %32,7 artışla 6,74 milyon tona ulaştı. 2023 Şubat ayında yaşanan deprem felaketi sonrası %75 seviyesine gerileyen ham çelik kapasite kullanım oranı ise 2024'ün dokuz ayında %92'ye yükselerek uzun dönemli ortalamalarına yaklaştı. 2021 yılında 8,4 milyon ton olan nihai mamül üretim miktarı 2023'e gelindiğinde 7,4 milyon ton seviyesine kadar gerilemişti. 2024'ün Ocak-Eylül döneminde ise normale dönen kapasite kullanım oranlarının da etkisiyle üretim %12,1 artışla 5,9 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Şirket 2028'de birinci, 2030'da ise ikinci ark ocaklı fırını devreye almayı planlıyor. Modelimizde kapasite kullanım oranını 2024-2033 dönemi için %92 olarak varsaydık. Ham çelik kapasitesini ise 2030 sonrası için 13 milyon ton olarak modelimize dahil ediyoruz.

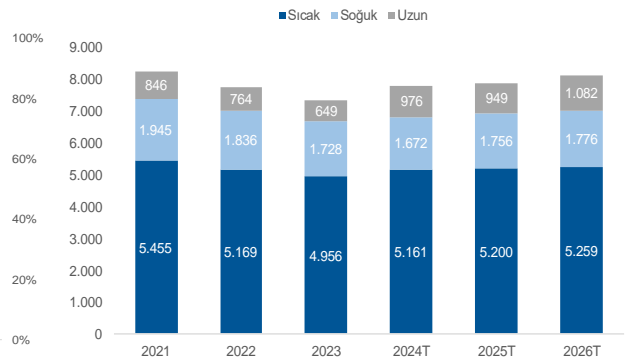
2025'in ikinci yarısında, talepte toparlanma ve iyileşen fiyatlandırma ortamı satışları destekleyecek

Şirketin satış miktarı yılın ilk yarısında deprem kaynaklı düşük baz ve talep ortamının da desteğiyle %22,8 artışla 3,94 milyon tona yükseldi. Üçüncü çeyrekte ise talepteki zayıflama ile satış tonajı yıllık %4,1 azalışla 1,93 milyon tona geriledi. Böylelikle 2024'ün dokuz ayında toplam satış miktarı yıllık %12,4 artışla 5,86 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Uzun ürünler aynı dönemde yıllık %72,4 artışla 707 bin tona ulaşırken, yassı ürünler %7,3 artışla 5,15 milyon tona yükseldi. 4Ç24'te satış miktarının talepteki zayıflığın etkisiyle yıllık bazda %8,0 düşüş göstererek, 1,95 milyon ton seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Böylelikle şirketin 2024'ü 7,81 milyon satış tonajıyla tamamlamasını bekliyoruz. 2025 yılının ilk yarısında zayıf talep ortamının devamı ve yüksek belirsizlikler nedeniyle, belirgin gelişim kaydedeceğini öngörmediğimiz satış görünümünün, yılın ikinci yarısında talepte toparlanma ve iyileşen fiyatlandırma ortamının desteğinde güçleneceğini tahmin ediyoruz. Böylece 2025'te, yurt içinde parasal gevşeme ve anti-damping düzenlemesinin de etkileri ile yıllık %1,2 artışla 7,91 milyon ton satış tonajı bekliyoruz. Satış dağılımında uzun ürünlerin oranının %12, yassı ürünlerin ise %88 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 5: Ham Çelik Üretimi



Grafik 6: Satış Miktarları



Kaynak: Erdemir, HLY Araştırma

Ton başına satış gelirlerinde azalma

Yurt içi satış gelirleri 9A24'te yıllık %9,1 düşüşle 3,7 milyar dolar, yurt dışı satış gelirleri ise yıllık %78,9 artışla 957 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle toplam ciro, yurt dışı gelirlerinin desteğinde yıllık %1,2 artışla 4,6 milyar dolara yükseldi. Şirketin 2024'ü yıllık %3,0 düşüşle 6,05 milyar dolar ciro ile tamamlamasını bekliyoruz. 4Ç24'te satış tonajında yıllık bazda azalış kaydetmesi ve düşük çelik fiyatlarının etkili olacağını tahmin ediyoruz. 2025 yılında çelik fiyatlarındaki toparlanmanın sınırlı kalacağı beklentisi ve yurt dışı gelirlerin 2024'e kıyasla azalan katkısıyla cironun %0,4'lük sınırlı artışla 6,07 milyar dolara yükselmesini bekliyoruz. 2023 yılında 851 dolar olan ton başına satış gelirinin 2024'te %9,0 azalışla 775 dolara, 2025'te ise %0,9 azalışla 768 dolara gerileyeceğini tahmin ediyoruz.



Operasyonlar ve Finansallar

Hammadde fiyatlarındaki gerileme ile brüt karlılıkta artış

2024'ün dokuz ayında maliyetlerin %73'ünü hammadde, %7'sini satın alınan enerji giderleri, %8'ini personel giderleri, kalanını ise amortisman ve itfa giderleri ile diğer kalemler oluşturdu. Hammadde içerisinde ise %34 ile demir cevheri ve %39 ile kömür maliyeti öne çıkıyor. 4Ç24'te hammadde fiyatlarındaki düşüşün katkısıyla satışların maliyetinin yıllık %10,9 azalış ile 1,34 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Böylelikle toplam maliyetin 2023'e kıyasla 2024'te %4,0 düşüşle 5,42 milyar dolar seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2025 yılında da hammadde fiyatlarındaki gerilemenin devamı ile maliyetlerin %2,4 azalışla 5,28 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Yeni yatırımların desteğiyle maliyetlerde azalma

Enerji tüketiminde kendine yeterliliğini artırmayı amaçlayan şirket, GES yatırımı ile beraber elektrik ihtiyacının tamamını karşılamayı hedefliyor. 2026'nın ilk çeyreğinde tamamlanması planlanan GES yatırımının finansallara etkisini modelimize 2026 yılı itibarıyla yansıtıyoruz. Şirket ayrıca Ermen'in Bingöl-Avnik'teki maden sahasında peletleme tesisi kuracağını açıklamıştı. 550 milyon dolarlık yatırımla şirket, kendi pelet ihtiyacının çoğunluğunu yurt içi kaynaklardan karşılayacak. 2027 içerisinde devreye alınması hedeflenen tesiste söz konusu demir cevheri rezervi kapsamında 100 milyon tonu aşkın pelet üretimi hedefleniyor. Bu yatırım ile beraber şirketin toplam demirli hammaddede kendine yetebilirlik oranı %15-20'lerden %40-45'lere ulaşacak. Bu yatırımı ise modelimize 2027 itibarıyla yansıtıyoruz.

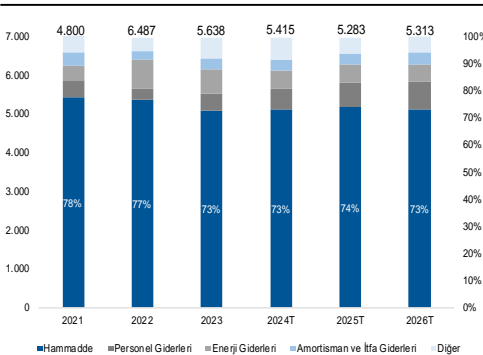
Ton başına FAVÖK'te kademeli toparlanma

2024'te FAVÖK'ün %10,1 artışla 668 milyon dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Dolar bazında FAVÖK marjının ise %11,1 olmasını bekliyoruz. 4Ç24'teki gerilemenin etkisiyle ton başına FAVÖK'ün 2024'ü ortalama 86 dolardan tamamlamasını bekliyoruz. 2025'te hammadde fiyatlarındaki gerileme ve yılın ikinci yarısında fiyatlama ortamının daha iyi olacağı beklentisi ile FAVÖK'ün 815 milyon dolara yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda FAVÖK marjının %13,4'e, ton başına FAVÖK'ün de 103 dolara ulaşmasını bekliyoruz. Net kar tarafında ise 2024'te sigorta hasar tazminatlarının tahsilatı ile marjın %8,0'e (2023: %2,7) ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2025'te bu etkinin ortadan kalkması ve vergi gideri öngörümüz doğrultusunda %5,3 net kar marjı bekliyoruz.

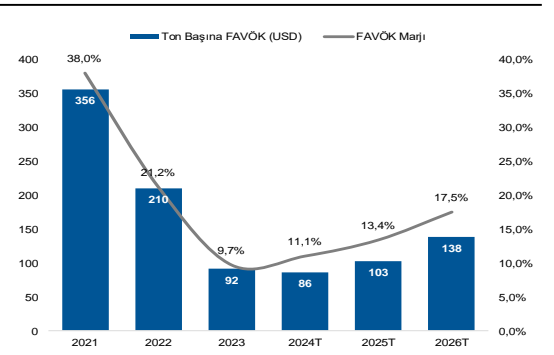
Yatırım harcamalarında yüksek seyir

Şirketin sürdürülebilirlik ve 2050'de "net sıfır" hedefi doğrultusunda yatırım harcamalarının arttığı bir dönemdeyiz. Yatırım harcamaları 2024'ün dokuz ayında 680 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Şirket Kapsam 1 ve Kapsam 2 toplam emisyonlarını 2030'a kadar %25, 2040 yılına kadar %40 azaltmayı, 2050 yılına kadar ise "net sıfır" olmayı hedefliyor. Yatırım harcamalarının yıl sonunda 1.100 milyon dolar, 2025'te ise 850 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Dolar bazlı net borç/FAVÖK oranı beklentimiz 2024 için 3,0x, 2025 için ise 2,6x seviyesinde bulunuyor.

Grafik 7: SMM ve Maliyet Kırılımı



Grafik 8: Ton Başına FAVÖK



Kaynak: Erdemir, HLY Araştırma

Finansallar ve Tahminler – Özet

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	127.783	147.900	198.506	248.433	303.504
Satışların Maliyeti	102.244	133.658	177.863	215.707	251.858
Brüt Kar	25.539	14.242	20.642	32.726	51.646
Faaliyet Giderleri	2.378	4.041	7.143	8.675	10.393
Net Diğer Gelir/Gider	409	3.134	9.189	1.716	2.096
Esas Faaliyet Karı	23.570	13.335	22.688	25.767	43.349
Amortisman	3.494	5.373	8.259	9.801	11.974
FAVÖK	26.655	15.573	21.759	33.852	53.227
Net Finansal Gelir/Gider	-1.539	-5.082	-8.184	-10.450	-11.733
VÖK	22.112	8.837	14.696	15.313	31.608
Vergi Gideri (Geliri)	3.459	4.508	-1.919	1.225	5.057
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	18.005	4.033	15.877	13.662	25.753

Değişim (%)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	87,3%	15,7%	34,2%	25,2%	22,2%
Brüt Kar	0,1%	-44,2%	44,9%	58,5%	57,8%
Esas Faaliyet Karı	-5,2%	-43,4%	70,1%	13,6%	68,2%
FAVÖK	0,7%	-41,6%	39,7%	55,6%	57,2%
VÖK	-7,5%	-60,0%	66,3%	4,2%	106,4%
Net Kar	16,0%	-77,6%	293,7%	-14,0%	88,5%

Marjlar (%)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar	20,0%	9,6%	10,4%	13,2%	17,0%
Esas Faaliyet Karı	18,4%	9,0%	11,4%	10,4%	14,3%
FAVÖK	20,9%	10,5%	11,0%	13,6%	17,5%
VÖK	17,3%	6,0%	7,4%	6,2%	10,4%
Net Kar	14,1%	2,7%	8,0%	5,5%	8,5%

Oranlar ve Çarpanlar	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hisse Başı Kar (TL)	5,1	1,2	2,3	2,0	3,7
Hisse Başı Temettü (TL)	0,0	0,5	1,1	1,0	3,3
Hisse Başı Defter Değeri	33,0	53,2	37,0	50,4	57,7
F/K	8,0x	35,6x	9,0x	10,5x	5,6x
PD/DD	1,2x	0,8x	0,6x	0,4x	0,4x
FD/FAVÖK	5,9x	11,9x	9,8x	7,1x	4,9x
FD/Satışlar	1,2x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x

Kaynak: Erdemir, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler – Özet

Özet Bilanço ve Finansallar (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	80.656	134.518	190.189	223.364	246.046
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.186	24.073	50.708	52.854	46.313
Ticari Alacaklar	15.602	20.353	25.225	36.802	42.760
Stoklar	44.152	67.277	91.905	120.764	131.999
Diğer Dönen Varlıklar	5.715	22.815	22.351	12.945	24.975
Duran Varlıklar	94.237	175.515	241.077	343.323	392.716
Maddi Duran Varlıklar	80.716	147.415	207.551	298.429	342.269
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.305	8.106	9.465	12.370	13.798
Diğer Duran Varlıklar	8.217	19.994	24.061	32.523	36.649
Toplam Varlıklar	174.894	310.033	431.265	566.687	638.762
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35.909	89.292	80.084	108.938	124.574
Uzun Vadeli Yükümlülükler	20.323	29.213	91.843	105.135	110.207
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	115.645	186.191	259.338	352.614	403.981
Ödenmiş Sermaye	3.500	3.500	7.000	7.000	7.000
Dönem Net Karı (Zararı)	18.005	4.033	15.877	13.662	25.753
Toplam Kaynaklar	174.894	310.033	431.265	566.687	638.762
Piyasa Değeri	144.410	143.500	143.500	143.500	143.500
Net Borç	13.694	41.930	70.000	96.479	115.980
Firma Değeri	158.104	185.430	213.500	239.979	259.480

Karlılık Göstergeleri (%) ve Çarpanlar	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Aktif devir hızı	84,8	61,0	53,6	49,8	50,4
Aktif karlılığı	12,0	1,7	4,3	2,7	4,3
Özkaynak karlılığı	18,2	2,7	7,1	4,5	6,8
Borç/Aktifler	17x	22x	28x	26x	25x
Borç/Özsermaye	26x	36x	47x	42x	40x
Net Borç/Özsermaye	0,1x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x
Net Borç/FAVÖK	0,5x	2,7x	3,2x	2,8x	2,2x

Kaynak: Erdemir, HLY Araştırma



Künye ve Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN

Müdür

Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım,
Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 30

Yasin SARIHAN

Uzman

Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek,
Enerji

YSarihan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 26

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Havacılık, Demir - Çelik

KDemirtas@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 45

Mücahid Yıldırım

Uzman Yardımcısı

Piyasalar ve Strateji

mucahidy@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDeğerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-değerler



halkyatirim



halkyatirim