

Ereğli Demir Çelik

23/02/2026

Şirket Güncelleme

TUT

Yükselme Potansiyeli 16%

EREGL için 12 aylık hedef fiyatımızı, İNA modelimizin ileri taşınması, 2026 satış hacmi (önceki: 8,1 milyon ton, yeni: 8,3 milyon ton) ve FAVÖK/ton (önceki: 75 dolar, yeni: 85 dolar) tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyonlar ile makro varsayımlarımızdaki güncellemeleri yansıtarak hisse başına 30 TL'den 35 TL'ye yükseltiyoruz. Sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Maliyet azaltıcı yatırımlar 2026'da ilave karlılık artışı sağlayacak. 2025 yılında tamamlanan 4 No'lu Kok Bataryası ve İsdemir'in Yeni 1 No'lu Yüksek Fırını yatırımları, şirket yönetimine göre 2025 yılında FAVÖK'e yaklaşık 20-25 dolar/ton katkı sağlamış olup, bu yatırımların tam yıl etkisinin gerçekleşmesiyle 2026'da yaklaşık 10 dolar/ton ilave katkı beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde, 2026 yıl sonuna kadar 1.000 MW kurulu güç hedeflenen GES yatırımının 2027'den itibaren yaklaşık 15 dolar/ton; 2027 yıl sonuna kadar devreye alınması beklenen peletleme tesisinin ise 2028'den itibaren yaklaşık 30 dolar/ton ilave FAVÖK katkısı sağlayacağını tahmin ediyoruz.

2026'da yerli yassı çelik için ilave koruma tedbirleri gündeme gelebilir. Türkiye'nin yerli çeliği korumaya dair önlemleri bugüne kadar yurt içi yassı çelik fiyatlarını anlamlı ölçüde destekleyemedi. 2024 yılında uygulamaya konan anti-damping vergileri ithalat ivmesini kırmada başarısız olmuş; ilave vergilere tabi ürünlerde gümrük vergilerinden muaf tutulan Dahilde İşleme Rejimi (DİR) kapsamındaki ithalat artmıştır. Eylül 2025'te Ticaret Bakanlığı yeni DİR düzenlemelerini yürürlüğe koyarak Dahilde İşleme İzin Belgesi sürelerini kısaltmış ve ihracatta kullanılan ürünlerin üretiminde en az %25 yerli girdi kullanımı zorunluluğu getirmiştir. Söz konusu düzenleme de 2025 yıl sonuna kadar yurt içi yassı çelik fiyatlarında gözle görülür bir etki yaratmamış ve ithalat hacimlerini anlamlı ölçüde azaltamamıştır. Bununla birlikte daha yüksek yerli girdi kullanım şartları, ürün kapsamının genişletilmesi, ilave anti-damping vergileri veya kotalar yoluyla ticaret tedbirlerinin etkinliğinin artırılması 2026'da gündeme gelebilir ve EREGL hisseleri için katalist görevi görebilir.

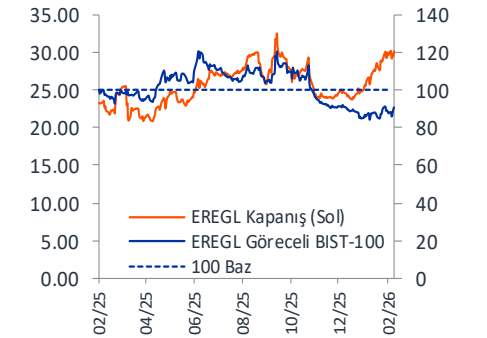
Operasyonel beklentiler güçlü bir 2026'ya işaret ediyor, yatırım harcamaları hafifliyor. Büyük yatırımların tamamlanmasıyla birlikte yatırım harcamaları son dönemdeki yüksek seviyelerden normalleşmeye başlamış ve 2024'teki 1.070 milyon dolardan 2025'te 775 milyon dolara gerilemiştir. Şirket, 2026 yılı için 600-650 milyon dolar yatırım harcaması öngörmekte olup, yatırım harcamalarının 2030'a kadar bu seviyelerde seyretmesini öngörüyoruz. Erdemir, 2026 yılı satış hacmi hedefini 8,2-8,4 milyon ton olarak açıkladı (2025: 7,8 milyon ton). Şirket yönetimi 2026 için resmi bir FAVÖK/ton beklentisi paylaşmamış olsa da, ürün fiyatlarının yatay seyrettiği bir senaryoda dahi operasyonel performansın 2025 seviyelerini aşacağına sinyalini verdi. Yukarıda bahsi geçen maliyet verimliliği kazanımlarının karlılığa ton başına yaklaşık 10 dolar ek katkı sağlaması bekleniyor. Net borç, 2024 sonundaki 1.830 milyon dolar seviyesinden 2025 sonunda anlamlı bir düşüşle 1.000 milyon dolara geriledi; bu da hesaplamalarımıza göre Net Borç/FAVÖK rasyosunu 2,1x seviyesine (2024: 3,1x) taşıdı. Net işletme sermayesi, 2024 yıl sonundaki 2.135 milyon dolardan 2025 yıl sonunda 1.122 milyon dolara gerileyerek tarihsel düşük seviyelerde seyretmektedir. Yönetim, 2026'da kaldırılacak ilave gerilemenin işletme sermayesi iyileşmelerinden ziyade FAVÖK büyümesiyle sağlanabileceğini belirtti.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	30.06
12 Aylık Hedef Fiyat	35.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	30.00
Piyasa Değeri (mn)	210,420
Halka Açık PD (mn)	99,444
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	4841.5
Hisse sayısı (Adet mn)	7,000
Takas Saklama Oranı (%)	47
Yabancı Oranı (%)	26

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	11.1	26.2	32.1
ABD \$	9.9	23.8	9.6
BIST-100 Relatif	3.6	2.0	-7.1

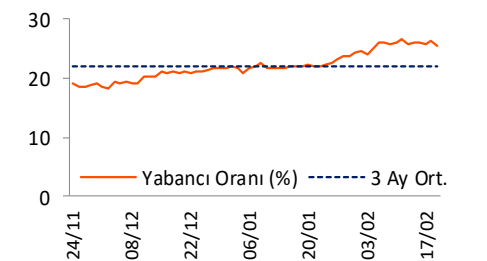
Çarpanlar	2025	2026	2027
F/K	a.d.	34.3	16.4
PD/DD	0.7	0.8	0.9
FD/FAVÖK	11.0	8.1	5.9

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	23.64	30.10
---------------------------	-------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	25.54
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Değerleme. Erdemir'i emsal çarpan (%50) ve İNA (%50) yöntemlerini eşit ağırlıklandırarak değerliyoruz. Döngüsel normalleşmenin 2027'ye sarkma potansiyeli ve GES yatırımının 2026 sonunda tamamlanacak olması nedeniyle, normalleşmiş FAVÖK yaratma kapasitesini daha sağlıklı yansıtmak adına çarpan analizimizde 2027T verilerini temel alıyoruz. Küresel benzerlerinin 2027T FD/FAVÖK medyanı 5,8x seviyesindeyken; Erdemir'in son beş yılda benzerlerine paralel çarpanlarla işlem görmesi ve 2027 sonunda devreye girmesi planlanan peletleme tesisi yatırımıyla desteklenen güçlü FAVÖK büyüme beklentisi ışığında, hedef çarpanımızı 6,0x olarak belirliyoruz. 963 milyon dolarlık 2027T FAVÖK tahminimiz (8,36mn ton satış hacmi ve 115 dolar/ton FAVÖK) baz alındığında, emsal bazlı değerlememiz 4,8 milyar dolara işaret etmektedir. Ortalama %10,4 AOSM ve %2 uç büyüme oranı kullanan İNA modelimiz ise 4,9 milyar dolar hedef özkaynak değeri üretmektedir. İNA ve çarpan analizinin harmanlanmasıyla, 50,5 seviyesindeki 2026 yıl sonu dolar/TL kurum tahminimiz ışığında hisse başına 35 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. EREGL hisseleri, 2026T 8,1x ve 2027T 5,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, küresel emsallerine göre sırasıyla %17 ve %3 primli seyretmektedir.

Altın keşfi opsiyon değeri sunuyor, rezerv raporu 2Ç26 başına kadar bekleniyor. Sivas'ta keşfedilen ve henüz değerlememize dahil etmediğimiz 424 bin ons mümkün kaynak içeren altın varlığına ilişkin rezerv raporunun 1Ç26 sonu/2Ç26 başında (en geç Nisan ayında) açıklanması bekleniyor. Devam eden sondaj çalışmaları, açıklanan kaynağın 2Ç26 başına kadar ekonomik olarak işletilebilir rezerv statüsüne dönüştürmeyi amaçlıyor. Olumlu bir rezerv raporu ve ardından gelecek nihai yatırım kararı hisse için katalizör olabilir. %75 geri kazanım oranı ve altın madenciliği küresel medyan FD/rezerv çarpanı olan ons başına 1.000 dolar varsayımıyla, açıklanan 424 bin ons mümkün kaynağın %100/%75/%50'sinin rezerve dönüşmesi hedef fiyatımızı sırasıyla %7/%5/%3 arttıracaktır. Bu senaryolar, mevcut değerlememize yansıtılmamış sınırlı yukarı yönlü potansiyeli göstermektedir. Ancak ruhsat sahası içinde ilave kaynakların keşfi anlamlı yukarı yönlü potansiyel sağlayabilir; nitekim sondaj çalışmaları şimdiye kadar ruhsat sahasının yalnızca yaklaşık %0,8'ini (5.804 hektardan 45 hektar) kapsamış olup, ilave keşif ihtimali bulunmaktadır.

Temel katalizörler ve riskler. Katalizörler tarafında öne çıkardıklarımız: (i) Altın rezerv raporunun ilanı ve takip eden yatırım kararı; (ii) ruhsat sahası içinde ek kaynak keşifleri; (iii) yassı ürün marjlarında toparlanma; (iv) navlun maliyetlerindeki artışın yerli tedariki teşvik etmesi; ve (v) yerli yassı çeliği korumaya yönelik ilave tedbirlerin açıklanması. Risk tarafında ise şunlara dikkat çekiyoruz: (i) Çin'de ve iç talepte ilave zayıflık durumunda Çin ihracatında olası artış; (ii) çelik fiyatlarının düşmesine yol açacak küresel ekonomik resesyon; (iii) üretim ve ihracat kısıtlamaları nedeniyle hammadde maliyetlerinin artması; (iv) beklenenden yavaş TL değer kaybı; (v) tarifeler veya SKDM gibi koruma önlemler nedeniyle ihracat pazarlarında rekabetin artması.

Ereğli Demir Çelik

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	50.46
Ataer Holding A.Ş.	49.54
	Yassı Demir Çelik İmal ve satışı

Gelir Tablosu (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	208,910	269,485	327,488	389,927
Brüt Kar (Zarar)	18,565	31,084	50,693	76,765
Operasyonel Giderler	9,409	10,779	12,117	13,258
Esas Faaliyet Karı	9,156	20,305	38,576	63,508
Net Finansman Gelir (Gideri)	-7,292	-11,085	-13,156	-14,066
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	3,681	11,551	28,240	52,811
Vergi Giderleri (Gelirleri)	2,986	2,888	7,060	13,203
Net Kar	512	6,382	15,603	29,179
FAVÖK	20,452	32,670	52,395	79,028

Büyümler & Opr. Perf.	2025G	2026T	2027T	2028T
Büyümler				
Net Satışlar	41.3%	29.0%	21.5%	19%
Faaliyet Karı	-10%	122%	90%	65%
FAVÖK	31%	60%	60%	51%
Net Kar	-87%	1146%	144%	87%

Operasyonel Performans	2025G	2026T	2027T	2028T
Brüt Marj	8.9%	11.5%	15.5%	19.7%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	7.5%	11.8%	16.3%
FAVÖK Marjı	9.8%	12.1%	16.0%	20.3%
Efektif Vergi Oranı	81.1%	25.0%	25.0%	25.0%
Net Kar Marjı	0.2%	2.4%	4.8%	7.5%
Özkaynak Karlılığı	0.2%	2.2%	5.2%	9.3%
Aktif Karlılığı	0.1%	1.1%	2.4%	3.9%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	0.6%	4.3%	7.5%	11.3%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	31.1%	5.5%	9.2%	12.8%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	22.9%	-5.3%	-1.1%	2.6%

Rasyo Analizi	2025G	2026T	2027T	2028T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	34.3	16.4	10.4
FD / FAVÖK (x)	11.0	8.1	5.9	4.6
FD / Satışlar (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
PD / Defter Değeri (x)	0.7	0.8	0.9	1.0
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.07	0.91	2.23	4.17
Hisse Başı Temettü (₺)	0.25	0.29	0.46	1.67
Temettü Verimi	0.996%	0.914%	1.2%	3.9%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	42,864	70,238	90,330	106,123
Net Borç / FAVÖK (x)	2.10	2.15	1.72	1.34
Net Borç / Özsermaye (x)	0.15	0.24	0.30	0.33

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	250,627	292,747	340,193	397,121
Nakit ve Nakit Benzerleri	115,477	122,025	139,535	166,705
Ticari Alacaklar	27,448	35,407	43,028	51,231
Stoklar	89,386	111,689	128,918	144,998
Diğer Dönen Varlıklar	18,316	23,627	28,712	34,187
Duran Varlıklar	307,904	332,086	359,721	393,554
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	1,471	1,733	2,002	2,405
Maddi Duran Varlıklar	277,300	293,174	312,359	335,737
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11,075	13,885	17,052	21,707
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	18,058	23,294	28,308	33,705
Toplam Varlıklar	558,531	624,833	699,914	790,675
Kısa Vadeli Yükümlülükler	116,913	147,082	171,481	195,133
Finansal Borçlar	40,017	50,679	61,069	71,930
Ticari Borçlar	68,762	86,216	98,584	109,821
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,134	10,188	11,828	13,382
Uzun Vadeli Yükümlülükler	144,338	173,332	208,961	255,752
Finansal Borçlar	118,324	141,584	168,796	200,898
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	26,014	31,748	40,166	54,854
Özkaynaklar	297,279	304,419	319,471	339,789
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	287,772	292,154	304,566	322,043
Rezerv ve Diğer Kalemler	280,260	278,772	281,963	285,864
Dönem Net Karı (Zararı)	512	6,382	15,603	29,179
Azinlık Payları	9,508	12,265	14,905	17,747
Toplam Kaynaklar	558,530	624,833	699,914	790,675

Nakit Akım (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	65,056	14,786	30,270	50,103
Düzeltilme Öncesi Kar	695	8,663	21,180	39,608
Amortisman & İtfa Payları	11,296	12,365	13,819	15,520
İşletme Sermayesindeki Değ.	45,997	-12,808	-12,482	-13,047
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-4,713	6,566	7,752	8,022
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-17,287	-29,075	-34,014	-40,128
Sabit Sermaye Yatırımları	-24,890	-29,075	-34,014	-40,128
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	7603	0	0	0
Serbest Nakit Akım	47,769	-14,289	-3,745	9,975
Finansman Faal. Kay. Nakit	587	20,836	21,255	17,195
Finansal Borçlardaki Değişim	9,942	33,922	37,602	42,964
Temettü Ödemeleri	-1,717	-2,000	-3,191	-11,703
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-8168	-11,085	-13,156	-14,066
Net Nakit Değişimi	60,137	6,548	17,510	27,170

4Ç25 Finansalları Analizi

Beklentilerin üzerinde 4Ç25 sonuçları. Erdemir beklentileri aşarak (İş Yatırım: -3,04 milyar TL; piyasa: -2,83 milyar TL), 4Ç24'teki 2,69 milyar TL net kara kıyasla 4Ç25'te 1,87 milyar TL net zarar açıkladı. Yüksek ertelenmiş vergi giderlerine rağmen beklenti üzeri operasyonel performansın net kar tahminimizdeki sapmanın temel sebebi oldu. Şirket 4Ç25'te beklentilere paralel (İş Yatırım: 58,3 milyar TL; piyasa: 58,4 milyar TL), yıllık bazda %11, çeyreklik bazda %10 artışla 61,0 milyar TL konsolide satış geliri elde etti. Beklentilerin belirgin şekilde üzerinde (İş Yatırım: 5,62 milyar TL; piyasa: 5,64 milyar TL), şirket 4Ç25'te yıllık bazda %186, çeyreklik bazda %53 artışla 7,54 milyar TL konsolide FAVÖK elde etti. Yıllık bazda değerlendirildiğinde konsolide FAVÖK %3 düşüşle 20,5 milyar TL olarak gerçekleşti (2024: 21,1 milyar TL). Toplam satış hacmi 2025 yılında yıllık bazda %3 düşüşle 7,83 milyon tona geriledi (2024: 8,05 milyon ton).

FAVÖK toparlanması hacim ve maliyet iyileşmesinin desteğiyle gerçekleşti. Erdemir 4Ç25'te çeyreklik bazda %15, yıllık bazda %2 artışla 2,23 milyon ton çelik sattı. Hesaplarımıza göre ton başına ortalama satış geliri çelik fiyatlarındaki baskının sürmesiyle 4Ç25'te 649 dolar seviyesine geriledi (4Ç24: 729 dolar; 3Ç25: 674 dolar). Düşen ton başına gelirlere rağmen, güçlü çeyreklik ve yıllık FAVÖK iyileşmesinin temel itici gücü hacim toparlanması ve düşen girdi maliyetleri oldu. İhracatın toplam satış hacmindeki payı 4Ç24'teki %15,7 ve 3Ç25'teki %19,2 seviyesinden 4Ç25'te %12,5'e geriledi. Brüt kar marjı 4Ç25'te çeyreklik bazda 3,2 yüzde puan, yıllık bazda 6,7 yüzde puan artışla %11,0'a yükseldi. Faaliyet giderleri/ciro oranı 4Ç24'teki %4,2 ve 3Ç25'teki %4,5 seviyesine kıyasla 4Ç25'te %4,3 olarak gerçekleşti. Sonuç olarak FAVÖK marjı yıllık bazda 7,6 yüzde puan, çeyreklik bazda 3,4 yüzde puan artışla 4Ç25'te %12,4 seviyesine yükseldi. Ton başına FAVÖK (şirket tanımı) 4Ç24'teki 39 dolar ve 3Ç25'teki 68 dolara kıyasla 4Ç25'te 71 dolar olarak gerçekleşti. Bizim hesaplamalarımıza göre ise ton başına FAVÖK 4Ç24'teki 35 dolar ve 3Ç25'teki 60 dolara kıyasla önemli şekilde toparlanarak 4Ç25'te 80 dolar seviyesine yükseldi.

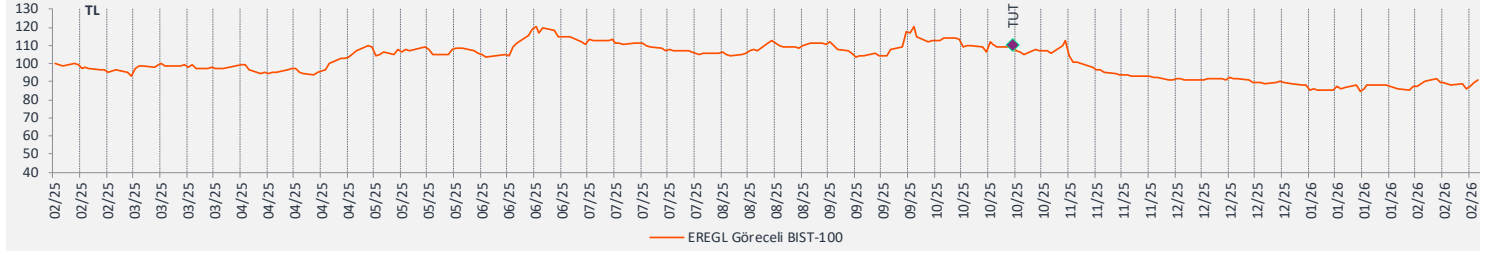
Güçlü SNA yaratımı. Şirket 4Ç25'te 11,3 milyar TL işletme sermayesi ihtiyacı iyileşmesinin katkısıyla 11,6 milyar TL serbest nakit akımı yarattı. Buna bağlı olarak net borç 3Ç25 sonundaki 49,1 milyar TL'den 4Ç25 sonunda 42,9 milyar TL'ye geriledi. Yıllık bazda değerlendirildiğinde net borç, 2024'teki 1,1 milyar dolara kıyasla belirgin şekilde düşen 775 milyon dolarlık yatırım harcamalarının desteğiyle 2024 sonu itibarıyla 1,83 milyar dolar seviyesinden 2025 sonunda 1 milyar dolara geriledi.

Finansal Özet

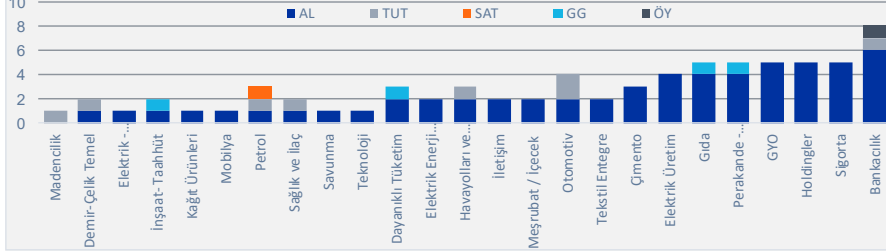
4Ç25 FİNANSALLARI AÇIKLANDI!	UMS-29									
	TL mn	Tüm Yıl			Çeyreklik				Piyasa	
		2025	2024	Y/Y Δ	4Ç25	4Ç24	Y/Y Δ	3Ç25	Ç/Ç Δ	İş Yat.
Ciro		208,910	204,060	2%	60,995	55,113	11%	55,268	10%	58,372
Brüt Kar		18,565	20,005	-7%	6,726	2,410	179%	4,353	55%	
Brüt Kar Marjı		8.9%	9.8%	-0.9ppt	11.0%	4.4%	6.7ppt	7.9%	3.2ppt	
Faaliyet Giderleri		-9,409	-7,750	21%	-2,618	-2,290	14%	-2,508	4%	
Faaliyet Gideri/Ciro		-4.5%	-3.8%	-0.7ppt	-4.3%	-4.2%	-0.1ppt	-4.5%	-0.1ppt	
Faaliyet Karı		9,156	12,255	-25%	4,108	120	3320%	1,844	123%	
FAVÖK		20,451	21,092	-3%	7,543	2,641	186%	4,943	53%	5,641
FAVÖK Marjı		9.8%	10.3%	-0.5ppt	12.4%	4.8%	7.6ppt	8.9%	3.4ppt	9.7%
Finansman Gelir (Gider), net		-7,292	-7,454	-2%	-1,175	-1,545	-24%	-2,541	-54%	
VÖK		3,680	13,522	-73%	3,219	3,569	-10%	70	4476%	
VÖK Marjı		1.8%	6.6%	-4.9ppt	5.3%	6.5%	-1.2ppt	0.1%	5.2ppt	
Vergi Gelir/ Gider		-2,987	671	a.d.	-5,041	-657	668%	661	a.d.	
Net Kar		512	13,481	-96%	-1,872	2,694	a.d.	680	a.d.	-2,832
Net Kar Marjı		0.2%	6.6%	-6.4ppt	-3.1%	4.9%	-8.0ppt	1.2%	-4.3ppt	-4.9%

Ereğli Demir Çelik

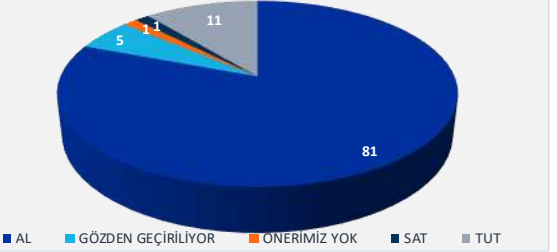
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.