Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.

Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
04.06.2026

Vakıf Yatırım

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Giriş 4
1.1. Raporun Amacı 4
1.2. Proje Ekibi 4
1.3. Etik İlkeler 5
1.4. Sınırlayıcı Şartlar 5
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler 6
2.1. Kuruluş ve Tarihçe 6
2.2. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler 8
3. Sektörel Bilgiler 28
4. Finansal Veriler 48
4.1. Bilanço 48
4.2. Gelir Tablosu 53
5. Değerleme 59
5.1. Değerleme Yöntemleri 59
5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi 60
5.1.1.1. Projeksiyonlar 61
5.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu 61
5.1.1.1.3. Satışların Maliyeti Projeksiyonu 73
5.1.1.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyon 75
5.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu 77
5.1.1.1.6. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu 80
5.1.1.1.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 81
5.1.2. İNA Analizi Sonucu 82
5.1.3. Çarpan Analizi 85
5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu 91
5.2. Değerleme Sonucu 92
6. Ekler 93
6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı 93
6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı 94

Kısaltmalar ve Tanımlar

A.Ş.	:	Anonim Şirket
AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Ar-Ge	:	Araştırma ve Geliştirme
AVM	:	Alışveriş Merkezi
BF	:	Blast Furnace
BOF	:	Bazik Oksijen Fırınlı
EAS	:	Elektrik Ark Fırınlı
F/K	:	Fiyat/Kazanç
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman, Vergi Önceki Kâr
FD/FAVÖK	:	Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr
FD/Satış	:	Firma Değeri/Net Satışlar
FVÖK	:	Faiz, Vergi Önceki Kâr
GSYH	:	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
Inc.	:	Anonim Şirketi (Incorporated)
İF	:	İndüksiyon Fırınlı
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
m^3	:	Metreküp
mn	:	Milyon
OECD	:	Organisation for Economic Co-operation and Development
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
SMM	:	Satılan Malın Maliyeti
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
Şirket/Kardemir Çelik	:	Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.
ROE	:	Return of Equity (Özsermaye Karlılığı)
RES	:	Rüzgar Enerjisi Santrali
ROA	:	Return of Asset (Aktif Karlılığı)
TL	:	Türk Lirası
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
USD	:	Amerikan Doları (United States Dollar)
Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
vb.	:	Ve Benzeri
XMESY	:	BIST Metal Eşya Makine Endeksi

1. Giriş

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışması çerçevesinde, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayımlanan "Uluslararası Değerleme Standartları"nın güncellendiği ve Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu, Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.'nin (bundan böyle aşağıda "Şirket" veya "Kardemir Çelik" olarak anılacaktır) halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (bundan böyle aşağıda "Vakıf Yatırım" olarak anılacaktır) tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Kardemir Çelik ile Vakıf Yatırım arasında 14.03.2024 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

Kardemir Çelik ile Vakıf Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Kardemir Çelik arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Vakıf Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Vakıf Yatırım ile Kardemir Çelik arasında 08.12.2025 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Vakıf Yatırım'ın konusunda uzman çalışma ekibi tarafından yürütülmüştür. Proje Ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahiptir.

Mehmet Doğa DOĞMUŞ, Kurumsal Finansman Birimi Müdürü, iş hayatına vergi denetimi alanında başlamıştır. Kurumsal Finansman Biriminde görev yapmakta olup, pek çok sektöre yönelik analiz, değerleme ve raporlama süreci yürütmüştür. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünden Lisans derecesine sahip olan Doğmuş, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 924586, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 927118, Kredi Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927244, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927542).

Deniz DEMİR, Kurumsal Finansman Birimi Uzman Yardımcısı olup iş hayatında ağırlıklı olarak finans sektöründe görev almıştır. Anadolu Üniversitesi Finans alanında yüksek lisans derecesini tamamlayan

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Demir'in çeşitli dergilerde yayımlanmış akademik çalışmaları bulunmaktadır. Kurumsal finansman alanındaki deneyimi kapsamında birçok halka arz ve borçlanma aracı ihracı projelerinde aktif rol almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ile Türev Araçlar Lisansına sahiptir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 939456, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 939461).

1.3. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın analizlerine ve tahminlerine dayanmaktadır. Vakıf Yatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Vakıf Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin onayından ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Vakıf Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Caddesi, Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Tel: (212) 357 35 77 Fax: (212) 357 35 ...
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357...
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 ...
Mersis No: 0-8220-0883-...

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş ve Tarihçe

Şirket'in faaliyetlerinin gelişiminde önemli olaylar aşağıda özetlenmektedir:

- Kardemir Çelik Sanayi Anonim Şirketi, 30.10.1986 tarihinde, Nevzat KARALP tarafından "Karay Demir Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" ticaret unvanıyla Denizli Ticaret Siciline tescil edilerek kurulmuştur.
- Şirket'in Hacı Eyüplü, Denizli'de yer alan profil demir üretim tesisi 1986 yılında faaliyete başlamıştır.
- 1992 yılında Şirket'in ticaret unvanı, "Kardemir Haddecilik Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" olarak değiştirilmiş ve 26.08.1992 tarihinde tescil edilmiştir.
- Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri - İnce Profil Üretim Tesisi 1997 yılında Aliağa/İzmir'de faaliyete başlamıştır.
- 2003 yılında Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri - Büyük Ebat Profil Üretim Tesisi Aliağa/İzmir'de faaliyete başlamıştır.
- 2005 yılında Şirket'in merkezi Doktorlar Caddesi 501. Sokak No:10/1 Denizli adresinden, Hacıeyüplü Köyü İnönü Mevki Üçler Denizli adresine nakledilmiştir.
- 2008-2010 yılları arasında Aliağa/İzmir'de yer alan Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri - İnce Profil Üretim Tesisi'nin revizyonu gerçekleştirilmiştir.
- 2008 yılında Bozyaka rüzgar enerji santrali proje ve izin işlemleri ile yatırıma başlanmış olup, 2012 yılı mart ayında geçici kabulü yapılarak Bozyaka RES Enerji Üretim Tesisi faaliyete geçmiştir.
- 2010 yılında Şirket'in unvanı "Kardemir Haddecilik ve Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" olarak değiştirilmiş ve 2014 yılında Şirket'in unvanı tekrar "Kardemir Haddecilik Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" olarak tekrar değiştirilmiştir.
- 2016 yılında, Şirket KRD Irmak Enerji A.Ş.'ye kurucu ortak olarak %98 oranında iştirak etmiştir. KRD Irmak Enerji A.Ş.'nin kuruluş sermayesi 50.000 TL olup, Şirket'in iştirak payı 49.000 TL'dir.
- 2018 yılında Şirket tür değişikliği gerçekleştirmiştir. 08.01.2018 tarih ve 9489 sayılı TTSG'de ilan edildiği şekliyle, Şirket esas sözleşme değişikliği ile tür değişikliği yaparak unvanını "Kardemir Haddecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş." olarak değiştirmiştir. Aynı yıl Şirket 10.000.000 TL'si nakden, 22.000.000 TL'si ise geçmiş yıllar karlarından karşılanmak suretiyle sermayesini 32.000.000 TL artırarak 142.000.000 TL'ye yükseltmiştir (03.04.2018 tarih ve 9550 sayılı TTSG). Aynı yılın sonunda ise Şirket Kozan Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi tüm aktif ve pasifiyle birlikte devralmak suretiyle birleşmiş olup, bu birleşme işlemi sebebiyle Şirket sermayesi 550.000 TL artırılmış ve Şirket sermayesi 142.550.000 TL'ye yükseltilmiştir (19.12.2018 tarih ve 9727 sayılı TTSG)
- 2018 yılında çelikhane yatırımı proje ve izin işlemlerine başlanmış olup, Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi 2022 yılı Mayıs ayında Aliağa/İzmir'de faaliyete geçerek üretime başlamıştır.
- Şirket, 2019 yılı verilerine göre ISO-500 listesinde 208'inci sırada, EBSO Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş listesinde 22'nci sırada yer almıştır.

- 2020 yılında Şirket KRD Irmak Enerji A.Ş. sermayesindeki tüm paylarını 17.03.2020 tarihinde satmıştır. Mevcut durumda Şirket'in bu şirkette herhangi bir pay sahipliği bulunmamaktadır.
- Şirket, 2020 yılı verilerine göre ISO-500 listesinde 199'uncu sırada, EBSO Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş listesinde 22'nci sırada yer almıştır.
- 2021 yılında Şirket unvan değişikliği yapmıştır. Şirket'in Kardemir Haddecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. olan unvanı, Kardemir Çelik Sanayi A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
- Şirket, 2021 yılı verilerine göre ISO-500 listesinde 149'uncu sırada, EBSO Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş listesinde 15'inci sırada yer almıştır.
- Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi ile aynı lokasyonda yer alan Hava Ayrıştırma Tesisi 2022 yılında faaliyete girmiştir.
- Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi ile aynı lokasyonda yer alan Karbon Üretim Tesisi 2022 yılında faaliyete girmiştir.
- Şirket, 2022 yılı verilerine göre ISO-500 listesinde 124'üncü sırada, EBSO Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş listesinde 11'inci sırada yer almıştır.
- 2022 yılında ödenmiş sermaye 268.111.000 TL'den 333.700.000 TL'ye yükseltilmiştir. 2023 yılında, Şirket'in sermayesi, 210.000.000 TL'si geçmiş yıllar karlarından, 140.000.000 TL'si ise nakden olmak üzere 350.000.000 TL artırılarak 720.000.000 TL'ye yükseltilmiş olup, sermaye artırımı 23.06.2023 tarih ve 10859 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
- Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi ile aynı lokasyonda 17.000 m2'lik alana konumlandırılan Kardemir Çelik Aliağa Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi 2023 yılı Mayıs ayında faaliyete geçmiştir.
- Şirket, 2023 yılı verilerine göre ISO-500 listesinde 110'uncu sırada, EBSO Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş listesinde 10'uncu sırada yer almıştır.
- 07.08.2024 tarihinde ticaret siciline tescil edilen ve 07.08.2024 tarih ve 11138 sayılı TTSG'de ilan edilen pay sahipliği değişikliği ile Şirket, Kardemir Dış Ticaret A.Ş. sermayesindeki payların tamamına sahip olmuş ve Kardemir Dış Ticaret A.Ş. Şirket'in bağlı ortaklığı konumuna gelmiştir.
- Şirket, 2024 yılı verilerine göre ISO-500 listesinde 95'inci sırada, EBSO Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş listesinde 9'uncu sırada yer almıştır.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in işbu rapor tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda yer alan tabloda gösterilmektedir.

Şirket'in Ortaklık Yapısı			
Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Sermaye Payı / Oy Hakkı		
	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Tevfik Önder KARALP	367.200.000	51,00	51,00
Özge YASTI	176.400.000	24,50	24,50
Özlem BAKIREL	176.400.000	24,50	24,50
TOPLAM	**720.000.000**	**100,00**	**100,00**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.2. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Amaç ve Konu" başlıklı 2. maddesi uyarınca Şirket'in başlıca faaliyet konuları:

- Demir - Çelik hammadde ve mamullerinin imalatı, alımı, satımı, ithalatı ve ihracatı,
- Elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı,
- Üretiminde kullanılmak üzere, her türlü kimyasal, ferro alyajlar, katı ve sıvı kimyasallar ve madenden çıkan ürünler, yakıt hammadde ve mamullerinin alımı, satımı, ithalatı ve ihracatı ile gerektiğinde üretimi ile ilgili işler,
- Haddehane, çelikhane, izabe ocakları, dökümhane, imalathane, demir çekme haddeleme, konstrüksiyon tesisleri kurma, işletme, kiraya verme, satın alma, bu endüstri kollarının yan sanayi tesislerini kurma ve işletme, yurt içi ve yurt dışında bunlara yönelik yatırımlar yapma,
- Kurulacak bu imalathane tesislerinde her nevi kütük demir, inşaat demiri, filmaşin demiri, sıcak haddelenmiş profil demiri (köşebent, UPN, IPN, IPE, lama, kare TE Demiri ve benzeri diğer profil ürünleri) ile yuvarlak demir üretme, imal etme ve bunların yurt içi ve yurt dışında pazarlamasını ve ticaretini yapma,
- Bunların dışında demir çelik sektörüyle ilgili her türlü maden, sanayi hammaddesi, yarı mamul maddeyi ve bu maddelerin hurdaları ile bu mamullerin ve hammaddelerin alım satımı ithalat ve ihracatını yapma,
- Çelikhane tesislerinde kullanılmak üzere hammadde olarak hurda demir alımını hem içeriden hem dışarıdan alımını yapma, yine çelikhanede üretim için gerekli yardımcı malzeme ve tüketim malzemesi olan elektrot, refrakter vb. alüminyum vb. malzemelerin alımını yurt içi ve yurt dışından yapma,
- Oksijen üretim tesisi kurmak ve işletmek, oksijen üretim tesisinde her türlü oksijen ve buna bağlı olarak üretilen argon, azot, oksijen üretimi yapıp yurt içi ve yurt dışı pazarda satma,
- Karbon üretim tesisi kurmak ve işletmek, karbon üretim tesisinde her türlü karbon üretimine yönelik antrasit kömürden karbon üretimini yapıp yurt içi ve yurt dışı pazara satma, antrasit vb. kömür ithalatlarını yapma,
- Her türlü atık depolama tesisi kurma, cüruf geri kazanım/geri dönüşüm tesisi kurma, işletme ve çıkan ürünlerin ticaretini yapma,
- Her türlü demir üretiminden çıkan atıktan geri dönüş sağlamak üzere geri dönüşüme yönelik üretim tesisi kurma ve buradan çıkan ürünleri pazarlama ve işletme,
- Yurt dışında ve yurt içinde pazarlamaya yönelik her türlü depo ve mağaza oluşturulmasına yönelik olarak gerekli işletmeleri oluşturma,
- Demir çelik sektöründe ilgili endüstriyi doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren yardımcı ve tamamlayıcı sanayi tesisleri kurmak, yatay veya dikey entegrasyona giderek sanayisini geliştirme, bu konuda yurt içi ve yurt dışı ortaklıklar kurma, işbirliği yapma,
- Liman, limana bağlı olarak gerekli üniteleri kurma işletme ve yapma, tahmil, tahliye vb. işlemlere gerekli makineleri alma ve işletme,
- Her türlü lojistik ve nakliye, tahmil, tahliyeye yönelik araç gereç, satın alma ve işletme,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- Elektrik üretimi amacıyla elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi ve veya üretilen elektrik enerjisinin ve veya kapasitelerinin müşterilere satışı pazarlaması.

olarak sıralanabilir.

Kardemir Çelik Sanayi A.Ş. demir-çelik üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket profil demir, inşaat demiri, kütük demir ve filmaşin demir olmak üzere dört ana ürün grubunda üretim ve ticaret yapmaktadır.

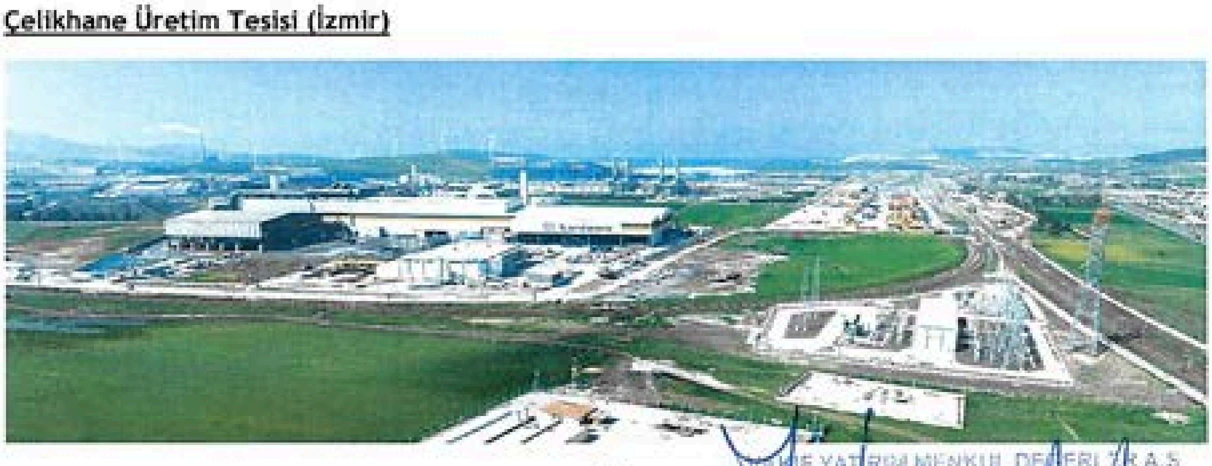
Şirket'in merkezi Hacıeyüplü Mah. 3075 Sok. No:15/1 Merkezefendi/Denizli adresinde bulunmaktadır. Kardemir Çelik İzmir ve Denizli illerinde yer alan 5 adet demir çelik üretim tesisi, 5 adet yardım tesis (1 adet hava ayrıştırma tesisi, 1 adet karbon üretim tesisi, 1 adet su arıtma ve şartlandırma tesisi, 1 adet şalt tesisi ve 1 adet toz toplama tesisi) ve 2 adet yenilenebilir enerji üretim tesisi (1 adet rüzgâr enerjisi üretim tesisi ve 1 adet güneş enerjisi üretim tesisi) ile faaliyet göstermektedir. Bu tesisler, üretim çeşitleri yönünden bakıldığında, Denizli ilinde bir adet sıcak haddelenmiş profil üreten profil demir fabrikası, İzmir ilinde sıcak haddelenmiş profil üretimi yapan iki adet profil demir fabrikası, bir adet filmaşin ve inşaat demiri üretimi yapan fabrika, yine bu fabrikalara hurdadan hammadde olarak kütük demir üreten ark ocaklı çelikhane kütük demir üretim tesisi, bir adet hava ayrıştırma tesisi (Azot, Oksijen, Argon üretimi ile), bir adet antrasitten karbon üreten tesisi, bir adet su arıtma ve şartlandırma tesisi, bir adet toz toplama tesisi, şalt tesisi ve 19,7 Mw Bozyaka RES rüzgâr enerji santrali ve 3,98 Mw Çatı GES'den oluşmaktadır.

Kardemir Dış Ticaret A.Ş.

Şirket, 07.08.2024 tarihinde ticaret siciline tescil edilen ve 07.08.2024 tarih ve 11138 sayılı TTSG'de ilan edilen pay sahipliği değişikliği ile Kardemir Dış Ticaret A.Ş. sermayesindeki payların tamamına sahip olmuştur. Kardemir Dış Ticaret A.Ş. Denizli Ticaret Odası'na 35700 sicil numarası ile kayıtlı olup, 2014 yılında Denizli'de kurulmuştur. Kardemir Dış Ticaret A.Ş., Şirket ve Kardemir Çelik Grubu bünyesinde olan diğer şirketlere ait ürünlerin ihracat satış ve pazarlama dallarında ve malların yurt dışı ihraç edilmesi için gerekli operasyon ve gümrük işlemlerini gerçekleştirmektedir. Kardemir Dış Ticaret A.Ş.'nin sermayesi 5.000.000 TL olup sermayedeki payların tamamı Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.'ye aittir. Kardemir Dış Ticaret A.Ş.'nin merkez adresi Akçeşme Mah. Çiğdem Caddesi, No:1 Denizli olup, şube adresi, Aydınlıkevler Mahallesi Cemil Meriç Caddesi No:24/1 Çiğli/ İzmir'dir. 31.03.2026 tarihi itibarıyla Kardemir Dış Ticaret A.Ş.'nin personel sayısı 16'dır (31.12.2025:16, 31.12.2024: 17, 31.12.2023: 17).

Grup, karşılaştırmalı olarak sunulan dönemin başı itibarıyla birleşme gerçekleşmiş gibi cari ve karşılaştırmalı döneme ait finansal tabloları düzelmiş ve sunmuştur. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nun 2018-1 Sayılı "Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi" konulu Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının Uygulanmasına Yönelik İlke Kararı gereğince; TMS 8 Muhasebe Politikaları, Muhasebe Tahminlerinde Değişiklikler ve Hatalar Standardında yer alan söz konusu hükümlere uygun olarak ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin muhasebeleştirilmesinde hakların birleştirilmesi (pooling of interest) yöntemi ile finansal tablolar konsolide edilmiştir.
Tesislere ilişkin özet bilgilere aşağıda yer verilmektedir:

Çelikhane Üretim Tesisi (İzmir)



İleri teknolojiye sahip sistemlerle donatılmış, 2024 yılı itibari ile Türkiye'de alanında en yeni teknolojiye sahip üretim tesislerinden biri olma özelliğine sahip olan Kardemir Çelikhane Üretim Tesisi, İzmir ili Aliağa ilçesi sınırlarında yer almakta olup, Aliağa Limanına mesafesi 2 km'dir. 30 Ağustos 2020'de temeli atılan Kardemir Çelikhane Üretim Tesisleri, yaklaşık 18 ay sonra 13 Mayıs 2022'de ilk dökümünü gerçekleştirmiştir.

Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisinde elektrikli ark ocağı ile hurdadan kütük demir üretimi yapılmakta olup, söz konusu üretim tesisi yıllık 1,2 milyon ton üretim kapasitesine sahiptir. Şirket'in çelikhane tesisinde 130x130 mm ile 200x200 mm arası kütük demir üretimi ve özel kalitelerde kapalı döküm kütük üretimi yapmaktadır. Şirket'in çelikhane tesisinde üretilen ürün grupları, kullanılan

Faaliyete Başlama Yılı	2022
Üretim Kapasitesi:	1.200.000 Ton/yıl
Toplam Alan:	60.000 m^2 kapalı + 185.000 m^2 açık alan
Çalışan Sayısı:	498
Ana Ürün Grupları:	130x130 ile 200x200 arası kütük demir, özel kalitelerde kapalı döküm kütük demir
Üretim:	FESCON (Furnace Energy Saving System & Continuous Charging) Elektrikli Ark Ocağı (100 Ton)

Öne Çıkan Özellikler:

- Elektrikli Ark Ocağı (EAO) hazne içerisindeki hurdanın atık gaz ile ısıtılması ve sürekli besleme mekanizması sayesinde enerji tasarrufu
- Kapalı döküm sistemi
- Hızlı üretim yapısı
- Otomatik kimyasal besleme sistemi
- Kapasitesinin %50 fazlasıyla kurulmuş olan toz tutma sistemi

teknolojiler ve özellikleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır:
Şirketin sürdürülebilirlik vizyonu çerçevesinde demir çelik üretim teknolojilerine yaptığı geniş ölçekli yatırımıyla Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi, günümüzde Türkiye'nin modern ve çevreci teknolojilere sahip üretim tesislerinden biri olarak öne çıkmaktadır.

Şirket'in çelikhane tesisinde, FESCON (Furnace Energy Saving System & Continuous Charging) sistemine sahip 100 Tonluk Elektrikli Ark Ocağı (EAO) bulunmaktadır. Bu özel Atık Isıdan Geri Dönüşüm sistemi sayesinde üretimde %15 ile %30 arası enerji tasarrufu sağlanmaktadır.
Tesiste bulunan ark ocağı, pota ocağı, sürekli döküm makinası ve yardımcı tesisleri (toz toplama tesisi, su tesisi, hava ayrıştırma tesisi) teknolojik alt yapısı ve otomasyonu sayesinde, her tür çelik kalitesini çevreye duyarlı olarak üretme yetisine sahiptir. Kardemir Çelikhane Tesisi ÇED iznine sahip olmanın yanısıra, uluslararası akredite kuruluş TÜV Austria aracılığıyla karbon ayak izi hesaplamalarını yaptırmış ve karbon ayak izi raporlarını almıştır.

Şirket'in Kurumsal Karbon Ayak İzi Raporları her yıl için ayrı hesaplanmakta ve akredite kuruluşlarca doğrulanmaktadır. 2023 yılı raporları TUV AUSTRIA tarafından doğrulanmış olup, doğrulama sertifikası mevcuttur. 2024 yılı doğrulama sürecimiz de yine TUV AUSTRIA tarafından geçtiğimiz tamamlanmış olup, doğrulama sertifikaları ilerleyen dönemlerde tamamlanacaktır. Doğrulama kapsamında; Profil

Haddehane, Çelikhane & Filmaşin Haddehane tesislerinin doğrudan ve dolaylı emisyonları değerlendirilmekte ve hesaplama sonucu doğrulanmaktadır.

Doğrulma Sertifikası sonucuna göre, Çelikhane & Filmaşin Hadde tesisi için;

- Total GHG emissions: 624.344,60 t CO2e
- Direct GHG emissions: 66.938,91 t CO2e
- Indirect GHG emissions: 557.405,69 t CO2e

Profil Haddehane tesisi için;

- Total GHG emissions: 857.299,10 t CO2e
- Direct GHG emissions: 44.081,23 t CO2e
- Indirect GHG emissions: 813.217,87 t CO2e

hesaplanmıştır.

Bu özellikleriyle, Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi Türkiye'de elektrik tüketimi ve karbon salınımı düşük olan demir-çelik fabrikalarından biri olarak öne çıkmaktadır. Çevreye duyarlı üretim teknolojilerine ve sistemlerine yapılan yatırımla; alanında enerji tüketimi ve karbon salınımı düşük tesislerden birine sahip olması, Şirkete rakiplerine göre maliyet avantajı yarattığı gibi aynı zamanda satış yönünde de rekabet avantajı sağlamaktadır. Şirket'in sürdürülebilirlik odaklı vizyonu sayesinde gerçekleştirdiği yatırımlar; çevre dostu demir çelik üretiminde öncü kuruluşlardan biri olmasını sağlaması ve maliyetlerini azaltmasının yanısıra, uluslararası rekabette avantajlı bir konuma sahip olmasının önünü açmaktadır.

<u>Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi (İzmir)</u>

Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi ile aynı lokasyonda 17.000 m2'lik alana konumlandırılan Kardemir Çelik Aliağa Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi 2023 yılı Mayıs ayında faaliyete geçmiş olup, yıllık 600.000 ton üretim kapasitesine sahiptir.

Kardemir Çelik Aliağa Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisinde sıcak şarj kütük besleme ünitesi bulunmakta olup, 800 dereceye kadar sıcak kütükler çelikhaneden soğumadan 12 metrelik yürüyen kirişli tav fırınına gönderilerek üretim yapılabilmektedir. Sıcak şarj ünitesi, normal ünitelere göre %40'a varan oranda daha az doğalgaz tüketimi sağlamaktadır. Enerji tüketimi azaltılması çevresel sürdürülebilirliğe katkı sağlarken maliyetteki tasarrufla da Şirketi rekabette daha avantajlı konuma getirmektedir.

Kardemir Çelik Aliağa Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi, Türkiye'nin en uzun filmaşin ve inşaat demiri soğutma hatlarından birine sahip olup, tesiste tamamı otomasyonla ilerleyen üretim süreci paketlemeye kadar devam etmektedir. Tesiste istenilen boylarda filmaşin ve inşaat demiri üretimi gerçekleştirilebilmektedir. Üretimden çıkan tüm ürünler eş zamanlı olarak barkotlu sistemde etiketlenmekte ve tartılmaktadır. Tesis bünyesinde 2 ayrı noktada torna ve dik işlem tezgahlarının

yer aldığı metal işleme üniteleri yer almaktadır. Tüm ürünler, üretim sürecinde ve sonrasında ileri teknolojili ekipmanların yer aldığı 2 adet özel fizik ve kimya laboratuvarlarında test süreçlerinden geçmektedir.

Şirket'in filmaşin ve inşaat demiri üretim tesisinde üretilen ürün grupları, kullanılan teknolojiler ve

Faaliyete Başlama Yılı	2023
Üretim Kapasitesi:	600.000 Ton/yıl
Toplam Alan:	17.000 m²
Çalışan Sayısı:	245
Ana Ürün Grupları:	5.5/20mm arası düz, 6/16mm arası nervürlü filmaşin, 8/40mm arası inşaat demiri
Üretim Hatları:	- Filmaşin düz mamul (120 m/sn hız) - Filmaşin nervürlü mamul (80 m/sn hız) - Nervürlü inşaat çeliği (15 m/sn hız) - Konveyör Soğutma Hattı 120 metre
Öne Çıkan Özellikler: Çelikhane ile senkron üretim sayesinde **%70'in** üzerinde sıcak şarj oranı Full Otomasyon hadde fırını- Homojen tavlama teknolojisi, 120 ton kapasite, 42 brülör	

özellikleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Profil Demir Üretim Tesisleri (Denizli ve İzmir)

Kardemir Çelik profil demir üretimi, Denizli ve İzmir'de iki ayrı lokasyonda yer alan 3 adet üretim tesisinde gerçekleştirilmektedir. Denizli Hacı Eyüplü'de 1986 yılında faaliyete başlayan Denizli Profil Demir Üretim Tesisi, İzmir Aliağa'da 1997 yılında faaliyete başlayan İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri'nin (İnce Profil ve Büyük Ebat Profil tesisleri) toplam yıllık üretim kapasitesi 700.000 ton'dur. Şirket'in profil demir üretim tesislerinde, sıcak haddelenmiş profil demir üretimi yapılmakta olup, istenilen ebat ve kaliteye göre 10.000 kaleme varan ürün çeşidi ile milimetre ve inç sistemlerinde üretimler yapılabilmektedir. Şirket'in profil demir tesislerinin tamamında konteynır içine yükleme yapılabilmekte, bunun yanı sıra trenle ve gemiyle sevkiyat için istenildiği taktirde ürünler kapalı ambalajlı olarak da sevk edilebilmektedir.

	İZMİR FABRİKA	DENİZLİ FABRİKA
Faaliyete Başlama Yılı	**1997**	**1986**
Üretim Kapasitesi	700.000 Ton/Yıl	38.000 Ton/Yıl
Toplam Alan	40.000 m² kapalı + 25.000 m² açık alan	12.000 m² toplam alan
Çalışan Sayısı	510	83
Ana Ürün Grupları	Lama Demirleri, Köşebent Demirler, UPN, UAC, Kare, Yuvarlak ve İzli Lama (ferforje) demir, Köşebentler, IPN, IPEAA, IPEAAA, IPEAAAA ve RSJ, U CHANEL, PFC, UB ve Güneş Enerjisi Çelik Profilleri İnşaat Demiri	Büyük Ebatlı Lama, Kare, Köşebent ve TE demirler olarak sıcak haddelenmiş profil demirler.
Üretim Hatları	2 Hat	1 Hat
Öne Çıkan Özellikler: Türkiye'nin en fazla ürün ve ebat çeşitliliğine sahip sıcak haddelenmiş profil tesislerinden bir tanesidir.		

i. Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri - İnce Profil Üretim Tesisi ve Büyük Ebat Profil Üretim Tesisi

Şirket'in İzmir'deki profil demir üretim tesisleri, İnce Profil Üretim Tesisi ve Büyük Ebat Profil Üretim Tesisi olmak üzere, 40.000 m2 kapalı ve 25.000 m2 açık alana sahip olup, Yeni Foça Yolu Üzeri 19. Cadde No:3 Aliağa / İzmir adresinde yer almaktadır. Söz konusu üretim tesisleri Aliağa'daki özel sektör limanlarına 2 km mesafede olup, Bergama-İzmir otoyoluna 1,5 km mesafededir.

i.1. Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri - İnce Profil Üretim Tesisi

Kardemir Çelik İzmir İnce Profil Üretim Tesisinde çelikhaneden gelen 6 metrelik kütük demirler, itmeli tav fırınında tavlanmakta ve üretime hazır hale getirilmektedir. Söz konusu üretim tesisinin tav fırını kapasitesi 60 ton/saattir. 1200 derecede tavlanmış kütükler kontinü hadde tesislerinde 18 adet hadde tezgahında tam kontinü sistemde şekillendirmeye tabi tutularak tamamen el değmeden ileri teknoloji makinalarla profil demir üretilmektedir. Tesis hadde çıkış hızı maksimum 15 metre saniyedir. Daha sonra 78 metrelik soğutma platformunda soğutulan ürünler doğrultmaya tabi tutulmakta ve istenen boylarda kesilerek kullanım yerine uygun boylarda özel işleme de tabi tutulabilmektedir. Üretimi gerçekleştirilen ürünler, tam otomatik paketleme ünitesinde el değmeden iki ton ile beş ton arasında paketler şeklinde paketlenmektedir. Daha sonra sistem otomatik olarak barkodlanmakta ve etiketlenmektedir. Şirket'in bu tesisinde, Lama Demirleri, Köşebent Demirler, UPN, UAC, Kare, Yuvarlak ve İzli Lama (ferforje) demir ile İnşaat Demiri üretilebilmektedir.

i.2. Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesisleri - Büyük Ebat Profil Üretim Tesisi

Kardemir Çelik İzmir Büyük Ebat Profil Üretim Tesisinde çelikhaneden gelen kütükler, 12 metrelik yürüyen tabanlı tav fırınında şekillendirmeye hazır hale getirmek üzere tavlanmaktadır. 1200 derecede tavlanmış kütükler hadde makinelerinde tamamen otomasyonlu ve tam kontinü bir sistemde 17 adet hadde tezgahıyla şekillendirmeye tabi tutulmaktadır. Bu tesisin çıkış hızı maksimum 7 metre saniyedir. Tesisin tav fırını kapasitesi 80 ton /saattir. Tesiste bulunan 48 metrelik soğutma platformunda soğutulan ürünler daha sonra istenilen boylara kesilip Şirket'in kendi bünyesindeki AR-GE çalışmaları sonucu geliştirdiği otomatik paketleme ünitelerinde 2 ile 5 tonluk arası paketler şeklinde sevkiyata hazır olarak barkotlu ve etiketli şekilde üretilmektedir. Bu tesisin ana ürünleri; Köşebentler, UPN, IPN, IPEAA, IPEAAA, IPEAAAA ve RSJ, U CHANEL, PFC, UB ve Güneş Enerjisi Çelik Profilleri olarak sıralanmaktadır.

Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesislerinde, 1000 m2 ve 500 m2'lik torna ve dik işlem tezgahlarının bulunduğu üniteler yer almaktadır. Bunun dışında su arıtma tesisleri ve 2 adet test laboratuvarı bulunmaktadır. Kardemir Çelik İzmir Profil Demir Üretim Tesislerinde 510 kişi çalışmaktadır.

ii. Kardemir Çelik Denizli Profil Demir Üretim Tesisi

Kardemir Çelik Denizli Profil Demir Üretim Tesisi, 1986 yılında Denizli Hacı Eyüplü'de 12.000 m2'lik alanda kurulmuştur. Kardemir Çelik Denizli Profil Demir Üretim Tesisinde kütük demirler, 3 metrelik 25 ton /saat kapasiteli kütük tav fırınında tavlanarak yarı kontinü sistemde 7 adet haddeleme makinalarıyla şekillendirmeye tabi tutulmaktadır. Bu tesisin hadde çıkış hızı maksimum 4 metre/saniyedir. Tesiste üretilen ana ürün çeşitleri; Büyük Ebatlı Lama, Kare, Köşebent ve TE demirler olarak sıcak haddelenmiş profil demirlerdir. Kardemir Çelik Denizli Profil Demir Üretim Tesisinde 83 kişi çalışmaktadır.

Karbon Üretim Tesisi (İzmir)

Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi ile aynı lokasyonda yer alan Karbon Üretim Tesisi 2022 yılında faaliyete girmiş olup, yıllık 40.000 ton kapasiteye sahiptir.

Çelik üretiminin önemli girdilerinden biri olan karbon üretimi; antrasit kömürün doğal gazlı tünel fırında kurutulması ve ardından kırma, eleme, sınıflandırma ve paketleme işlemlerine tabi tutulmasıyla gerçekleştirilmektedir. Tesis, üretiminin bir bölümünü yurtiçine satmaktadır. Karbon üretim tesisinde 6 kişi çalışmaktadır. Tesisin

- Antrasit Kurutma Kapasitesi: 160 Ton/Gün = 48.000 Ton/Yıl
- Kırma Kapasitesi:133,3 Ton/Gün = 40.000 Ton/Yıl
- Eleme Kapasitesi: 240 Ton/Gün = 72.000 Ton/Yıl
- Paketleme Kapasitesi: 16,7 Ton/Gün = 5.000 Ton/Yıl
- 0-3 mm Enjeksiyon Kapasitesi: 133,3 Ton/Gün=40.000 Ton/Yıl
- 3-8 mm Granül Karbon Kapasitesi: 10 Ton/Gün=3.000 Ton/Yıl

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş

- 8-10 mm Granül Karbon Kapasitesi: 16,7 Ton/Gün=5.000 Ton/Yıl

Şeklindedir.

Paketleme ünitesinde, 20-25 kg torbalar halinde paketleme yapmaktadır. 500-3600 kW kapasiteli döner fırında kurutulan karbon kırıcıda istenen boyutlara getirilmektedir. Döner fırın rotary sisteminde karbon kuruturken fırından çıkan tozlar, 200 adet filtreli ve 30.000 m^3/h fan kapasitesine sahip Toz Toplama sistemi ile tutulmaktadır. Üretim esnasında ortamda toz oluşmaması için elek üstü, kırıcı üstü ve elevatör girişinden emiş yapan ortam filtre sistemi olarak adlandırılan 200 adet filtreye sahip ve 30.000 m^3/h fan kapasiteli Toz Toplama sistemi bulunmaktadır. Ayrıca konveyör bant ile beslenen 35 m^3 x2 Adet = 70 m^3 kapasiteli, otomatik Silobus dolumu yapılan, 0-3 mm karbon depolama Siloları bulunmaktadır.

Hava Ayrıştırma Tesisi (İzmir)

Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi ile aynı lokasyonda yer alan Hava Ayrıştırma Tesisi 2022 yılında faaliyete girmiş olup, 47.500.000 Nm3/yıl Gaz Oksijen, 26.000.000 Nm3/yıl Gaz Azot ve 1.380.000 Nm3/yıl Gaz Argon kapasiteye sahiptir. Hava Ayrıştırma Tesisinde 18 kişi çalışmaktadır.

Hava ayrıştırma tesisi, 33.000 Nm3 havadan kriyojenik damıtma yöntemi ile oksijen azot ve argon üretebilmektedir. Tesiste, 3 adet oksijen kompresörü, 2 adet azot kompresörü, 1 adet ana hava kompresörü (3.8 *Mw*) ve 55 metre yüksekliğinde 6*7*55 m ebatlarında cold box üniteleri bulunmaktadır.

Bozyaka RES Enerji Üretim Tesisi (İzmir)

Şirket'in İzmir Aliağa mevkiinde 19,7 MW gücünde Bozyaka RES (Bozyaka Rüzgâr Enerjisi Santrali) bulunmaktadır. 2012'de üretime başlayan tesisin elektrik üretimi yıllara bağlı olarak değişmekle beraber yıllık 55 Milyon kW elektriği yenilenebilir enerji kaynağı olarak sağlamaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Çatı GES Tesisi (İzmir)

Yeni Foça Yolu Üzeri 19. Cadde No:3 Aliağa / İzmir adresinde bulunan "Profil çatı GES tesisi" ve Bozköy Mh. 2. Cadde No:24 Aliağa / İzmir adresinde bulunan "Çelikhane GES tesisi" 2024 yılında tamamlanmış olup; toplam 3,98 Mw gücüne sahiptir. Tesisin elektrik üretimi yıllara bağlı olarak değişebilmekle beraber yıllık 6,13 GWs elektriği yenilenebilir enerji kaynağı olarak sağlayabilmektedir. 2025 yılında çelikhane GES'in kabulü yapılmış olup, Profil çatı GES'in kabulü tamamlanma aşamasındadır.

10 yılı aşkın süredir, Türkiye'nin ilk 500 büyük sanayi kuruluşu listesi olan ISO 500'de yer alan Şirket, yıllar itibarıyla daha üst sıralara çıkarak yükselişini sürdürmektedir. Bu kapsamda, Şirket İSO-500 listesinde 2024 yılında 95'inci sırada yer almış olup, Şirket'in son 5 yılda İSO-500'deki sıralamalarına ilişkin bilgiye aşağıda yer verilmiştir:

- 2020 yılının verilerine göre 199'uncu,
- 2021 yılının verilerine göre 149'uncu,
- 2022 yılının verilerine göre 124'üncü,
- 2023 yılının verilerine göre 110'uncu,
- 2024 yılının verilerine göre 95'inci olmuştur.

Ege Bölgesi Sanayi Odası'nın (EBSO) belirlediği, Ege Bölgesindeki En Büyük 100 Kuruluş sıralamasında ise Şirket'in gelişimi aşağıda sıralanmaktadır:

- 2020 yılı EBSO En Büyük 100 Kuruluş: 22. sıra
- 2021 yılı EBSO En Büyük 100 Kuruluş: 15. sıra
- 2022 yılı EBSO En Büyük 100 Kuruluş: 11. Sıra
- 2023 yılı EBSO En Büyük 100 Kuruluş: 10. Sıra
- 2024 yılı EBSO En Büyük 100 Kuruluş: 9. Sıra

ÜRETİM

Şirket'in üretiminde ve satışlarında başlıca ürünler profil demir, inşaat demiri, kütük demir ve filmaşin demirden oluşmaktadır.

Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisinde elektrikli ark ocağı ile hurdadan kütük demir üretimi yapılmakta olup, elektrikli ark ocağı üretim tesisinde üretim akış şeması aşağıdaki grafikte yer almaktadır:

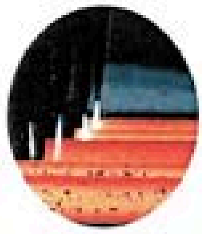
Sıvı Çelik Üretim Süreci:

HAMMADDE
- Hurda

ELEKTRİKLİ ARK OCAĞI (EAF)
- Hurda sahasından hurda demirler sepetlere alınır.
- Sepetlere alınan hurda demirler ark ocağına şarj edilir.
- Elektrik akımı ve metal elektrotlar arasındaki ark oluşumu ile sıvılaşma sağlanır.

POTA OCAĞI (LF)
- Ark ocağında sıvılaşan çelik nihai kimyasal bileşimini ayarlamak için pota ocağına alınır.
- Burada çeliğin nihai kimyasal bileşimini elde edecek elementler eklenir.

SÜREKLİ DÖKÜM MAKİNESİ (CCM)
- Pota ocağında istenen kaliteye ulaşan sıvı çelik sürekli döküm metodu ile katılaştırılarak soğuma ızgarasına ulaşır.
- Izgarada soğuyan kütükler sevk edilmek üzere stok sahasına indirilir.



Profil, Filmaşin, İnşaat Demiri Üretim Süreci:

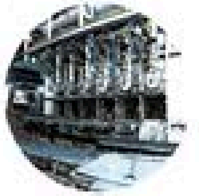
HAMMADDE
- Kütük Demir

ÜRETİM
- Ocaklarda tavlanan kütükler sırası ile haddeye verilir.
- Hadde de her bir tezgahta belirli ezme oranlarında kütük demir ezilerek şekillenmeye başlar.

SOĞUTMA VE DOĞRULTMA
- Art arda sıralı, kontinü sistem haddelerimizden geçen kütük finiş olarak adlandırdığımız son tezgahta nihai mamul şeklini alarak soğuma platformuna gönderilir. Soğuma platformunda 90 derece altına düşecek şekilde hava yada su ile soğutulduktan sonra doğrultma prosesine girer, doğrultma prosesinden çıkan mamul müşterinin istemiş olduğu boylara göre soğuk kesim daire testere yada makaslarda ticari boylarına kesilir.

PAKETLEME
- Müşterinin istediği çubuk sayısında paketlenir ve sevk edilir.

Tav Fırını



Haddehane Tezgahları

Soğutma Platformu

Tedarik Zinciri Yönetimi

Şirket'in satışlarına göre üretim planlama kampanyaları ve ihtiyacı olan hurda hammadde planlaması yapılmaktadır. Şirket tedarik zinciri süreçleri uçtan uca entegre bir sistem olan Canias'a geçiş için 1 Ocak 2025 tarihinden itibaren modülleri başlatmıştır. Bu ve devamındaki tüm modüllerin devreye alınmasıyla; şirketin hammadde planlama, satın alma, üretim, lojistik, finans ve muhasebe gibi tüm süreçlerin uçtan uca entegre bir şekilde yönetimi sağlanacaktır.

Hurda, Elektrik Ark Ocaklı (EAO) tesislerde ham çelik üretiminde kullanılan en önemli hammaddedir. Kaliteli hurda oluşumu ve genel olarak hurda arzı gelişmiş ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde, tüketicilerin gelir düzeyinin yüksek olması ve kullanılan ürünlerin çoğunlukla ömürlerini doldurmadan değiştirilmesi oluşan hurdanın daha kaliteli olmasını ve hurda arzının bu bölgelerde daha yoğun olmasını sağlamaktadır. Ayrıca, sanayinin gelişmiş olduğu ülkelerin metal atıklarının toplandığı bölgelerin hurdaları daha kaliteli olduğu için tercih edilmektedir.

Ülkemizde ise hurda temininde İzmir bölgesi avantajlı konumdadır. İzmir bölgesinde yılda 1 milyon ton hurda sağlayan gemi söküm tesislerinin olması ve ayrıca Ege Bölgesi genelindeki sanayi kuruluşlarının bu üretim bölgesine yakın olması yılda ciddi anlamda hurda tedariki sağlamaktadır.

Hammadde Planlaması ve Alımları

Şirket, yaptığı satışlara göre ihtiyacı olan kütük hammadde ihtiyacını 13 Mayıs 2022 tarihinden beri kendisi üretmektedir. Bu kütüklerin hangi kalitede üretileceği, üretim planlaması neticesinde yapılan satışlara göre belirlenmektedir.

Ürünlerin kullanım alanlarına ve müşteri taleplerine göre kütük demirlerin kalitesi belirlenmekte ve bu doğrultuda kütük üretimi yapılmaktadır. Üretilecek ilgili kalitedeki kütük demirler için gerekli olan hurda alımı ve diğer üretime yardımcı hammaddeler (elektrod, refrakter, antrasit ve kimyasal elementler gibi) için alım planlaması yapılır.

Şirket, bu kütükler için ihtiyacı olan hurda tedariğinin %30'unu iç piyasadan, %70'ini dış piyasadan (ithal) karşılamaktadır.

Hacim Bakımından En Büyük İlk 10 Yurtdışı Tedarikçi

	2023		2024		2025	
FİRMA	TOPLAM BEDEL (TL)	TOPLAMDA HACİMDEKİ % PAYI	TOPLAM BEDEL (TL)	TOPLAMDA HACİMDEKİ % PAYI	TOPLAM BEDEL (TL)	TOPLAMDA HACİMDEKİ % PAYI
Tedarikçi 1	787.558.999,16	14,25%	929.076.899,67	12,56%	1.303.138.231,47	16%
Tedarikçi 2	682.892.023,40	12,35%	699.016.353,40	9,45%	1.246.220.283,20	15%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tedarikçi 3	654.727.353,55	11,84%	664.628.547,16	8,98%	849.752.116,13	10%
Tedarikçi 4	584.911.918,80	10,58%	576.443.793,94	7,79%	563.712.881,40	7%
Tedarikçi 5	539.472.330,93	9,76%	544.816.957,05	7,36%	486.155.173,73	6%
Tedarikçi 6	499.127.793,50	9,03%	537.142.278,76	7,26%	369.037.659,66	4%
Tedarikçi 7	298.065.683,68	5,39%	493.647.222,57	6,67%	361.846.890,89	4%
Tedarikçi 8	287.832.827,49	5,21%	283.401.777,81	3,83%	306.371.650,92	4%
Tedarikçi 9	256.953.704,18	4,65%	365.115.093,75	4,94%	279.609.108,11	3%
Tedarikçi 10	186.913.817,35	3,38%	310.226.734,08	4,19%	250.754.890,72	3%
Diğer	**750.057.506,94**	**13,57%**	**1.994.819.547,36**	**26,96%**	**2.357.774.335,35**	**28,15%**
Toplam	**5.528.513.958,97**	**100,00%**	**7.398.335.205,55**	**100,00%**	**8.374.373.221,58**	**100,00%**

İlk 3 Tedarikçi	2.125.178.376.,10	38%	2.292.721.800,23	31%	3.399.110.630,80	41%
İlk 5 Tedarikçi	3.249.562.625,82	59%	3.413.982.551,21	46%	4.448.978.685,93	53%
İlk 10 Tedarikçi	4.778.456.452,02	86%	5.403.515.658,19	73%	5.972.126.334,10	72%

	01.01.2025-31.03.2025		01.01.2026-31.03.2026	
FİRMA	TOPLAM BEDEL (TL)	TOPLAMDA HACİMDEKİ % PAYI	TOPLAM BEDEL (TL)	TOPLAMDA HACİMDEKİ % PAYI
Tedarikçi 1	542.519.316,99	12,25%	428.557.667,93	7,14%
Tedarikçi 2	444.272.058,76	10,03%	415.196.023,55	6,91%
Tedarikçi 3	353.157.471,63	7,98%	407.148.506,04	6,78%
Tedarikçi 4	205.746.146,84	4,65%	384.568.607,45	6,40%
Tedarikçi 5	186.056.642,50	4,20%	304.667.050,46	5,07%
Tedarikçi 6	156.719.210,80	3,54%	274.474.260,74	4,57%
Tedarikçi 7	156.591.028,39	3,54%	212.509.246,25	3,54%
Tedarikçi 8	125.881.503,68	2,84%	201.615.865,00	3,36%
Tedarikçi 9	108.868.702,75	2,46%	193.789.435,73	3,23%
Tedarikçi 10	106.041.194,70	2,39%	185.715.944,57	3,09%
Diğer	**2.041.957.259,24**	**46,12%**	**2.997.462.181,97**	**49,91%**
Toplam	**4.427.810.536,28**	**100,00%**	**6.005.704.789,69**	**100,00%**

İlk 3 Tedarikçi	1.339.948.847,38	30%	1.250.902.197,52	21%
İlk 5 Tedarikçi	1.731.751.636,72	39%	1.940.137.855,43	32%
İlk 10 Tedarikçi	2.385.853.277,04	54%	3.008.242.607,72	50%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş

Yurtdışı Tedarikçi Hammadde Ödeme Şekilleri (2023-2024-2025)

S.NO	ÖDEME ŞEKLİ	TOPLAM BEDEL (TL)	TOPLAMDA HACİMDEKİ % PAYI
1	AKREDİTİF	4.952.296.645,17	31,82%
2	CAD	10.608.592.707,28	68,17%
		15.560.889.352,45	

Ürünler

Şirket'in demir-çelik tesislerindeki ana üretim kalemleri aşağıdaki tabloda sıralanmaktadır:

	Ürünler	Boyutlar / Alt Ürünler
Çelikhane Üretim Tesisi Ana Üretim Kalemleri	Kütük Demirler	130x130, 150x150, 160x160, 170x170, 180x180, 200x200
Profil Demir Üretim Tesisleri Ana Üretim Kalemleri	Yapısal Çelik Profiller	Köşebent, Yuvarlak, Lama, Kare, T Demiri, İzli Lama (Ferforje)
	U ve C Şekilli Çelik Profiller	U ve C Şekilli Çelik Profiller
	I ve IPE, RSJ, Güneş Enerjisi Çelik Profilleri	IPN, IPE, UB, RSJ, Güneş enerjisi içerik profilleri
Filmaşin ve İnşaat Demiri Tesisi Ana Üretim Kalemleri	İnşaat Demiri Üretimi	8 ile 32 Mm arası
	Filmaşin Üretimi	5.5 ile 20 Mm arası

Kütük Demir

Kütük Demir

Kütük demirinin hammaddesi hurda demiridir. Ark ocaklarında bu hurdalar eritildikten sonra sıvı çelik haline getirilmektedir. Erime sonrasında pota ocaklarına konularak burada istenilen kaliteye uygun hale gelmesi için alaşımlama işlemi yapılmaktadır. Kütük Demiri istenilen kaliteye ulaşıldıktan sonra kontinü döküm makinelerine aktarılmaktadır. Ardından istenilen ebatlarda yarı mamül çelik kütük haline getirilmektedir. Bu aşamadan sonra kalite kontrole gönderilmekte ve onay alındıktan sonra kütük demiri, çelik ürünlerin üretilmesi için haddehanelere sevk edilmektedir.

Filmaşin

Filmaşin, esnekliği ve dayanıklılığı yüksek olduğu için darbe ve aşınmaya karşı dayanıklı olması gereken parçaların yapımında ve tarım makinelerinin disk ve kesicileri gibi alanlarda kullanılmaktadır. Filmaşin genel olarak tel üretimi, tel örgü imalatı, çivi ve beton tel, yüksek mukavemetli tel-yay-halat üretimi, vida-somun ve cıvata üretimi, kaynak teli ve elektrot üretimi, ön gerilmeli betonarme tel üretiminde kullanılır.

İnşaat Demiri

Sıcak haddelenmiş inşaat demiri, inşaatta kullanılan betonu güçlendirmek için kullanılan çelik çubuklardır. İnşaat demiri yapı malzemeleri arasında en önemli ürünlerden biridir. Evrensel olarak rebar olarak da bilinir. Standart olarak 12 metre olarak üretilmektedir. Talebe göre özel boy, ebat ve kalitede üretim yapılmaktadır.

Profil Demirler

Eşitkenar Köşebent Demir

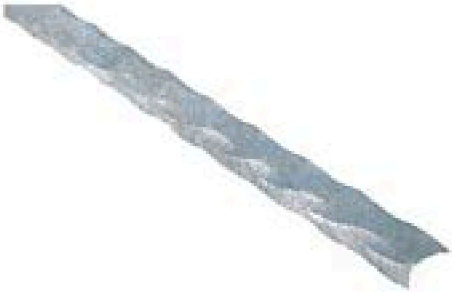
Eşitkenar köşebent ürünü bağlantıların sağlanabilmesi, parçaların birbirine olan desteklerin daha güçlü olabilmesi için kullanılır. Birçok farklı ölçüde imal edilebilmektedir. Genellikle çelik konstrüksiyon yapılan ana taşıyıcıların bağlantılarını gerçekleştirme görevini üstlenen ürünlerdir. Çeşitli kullanım alanlarına hizmet eden eşitkenar köşebent demiri radyuslu veya radyussuz olarak 2 şekilde ve çeşitli ebat aralıklarında üretilmektedir.

Düz Lama Demir

Dikdörtgen biçiminde haddelenmiş demire düz lama demiri denilmektedir. Lama demiri genellikle ana taşıyıcı olarak binalarda kullanılır. En çok inşaat ve otomotiv sektöründe kullanılmaktadır. Şirket'in çeşitli ebat ve boyda lama demiri üretimi mevcuttur.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İzli Lama Demir



Kardemir Çelik Sanayi, tesislerinde tüm uluslararası standart ve ebatlarda İzli lama demiri üretimi yapmaktadır. İzli lama demiri kütükten sıcak haddeleme yapılarak çekilmektedir. Haddeleme sırasında farklı merdanelerle yüzeyine işlem uygulanarak son halini almaktadır. Kardemir Çelik üretim tesislerinde tüm uluslararası standart ve ebatlarda izli lama demiri üretimi yapılmaktadır.

Kare Demir

Kare demir sıcak haddeleme ile üretilmektedir. Bu ürünlerin mevcut açıları birbirine eşit olmakla birlikte oldukça dayanıklı niteliktedir. Kardemir Çelik'in İzmir ve Denizli profil demir üretim tesislerinde çeşitli ebat aralıklarında üretimi gerçekleştirilmektedir.

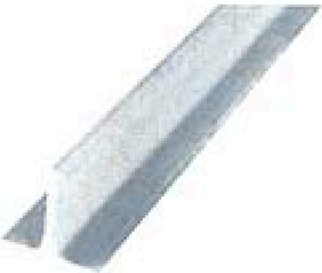
İzli Kare Demir

İzli kare demir, üretim veya genel montaj işlerinde yaygın olarak kullanılan ürünlerden biridir. Dekoratif işlerde, beton temellerde, inşaat sektöründe bina direklerinde kullanılır.

Yuvarlak Demir

Mil olarak da bilinen yuvarlak demir sıcak haddeleme yöntemiyle üretilir. Özellikle beton yapılarda güçlü bir tutuş ve uygun bir çalışma yüzeyi sunar. Betonun yapısında bulunan bu ürünler bakım ve onarıma ihtiyaç duymadan uzun yıllar şeklini ve kimyasal yapısını korur. Bu sayede beton yapılar daha güçlü, dengeli ve dayanıklı hale gelmektedir.

T Demir

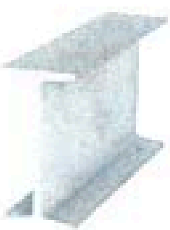


T demiri bazı çelik yapılarda bağlantı sağlamak için oldukça yayın olarak kullanılır. T-demiri, günümüz koşullarına dayanıklı olup, tonlarca ağırlık taşıyabilme özelliğine sahiptir. Çelik yapıların bağlantı sağlaması dışında otomotiv ve beyaz eşya sanayisinde, seralarda, çit yapımında ve ayrıca kapı, pencere, güneşlik gibi açıklıkları, çatıları desteklemek ve bağlantıları kurmak için de kullanılır.

IPE Profil

IPE profil, yapısı ve boyutları gereği hemen hemen her alanda kullanılan bir ürün olmakla birlikte büyük bir dayanıklılık da sunmaktadır. Bina karkaslarında, çekici-römorklarda, taşıtlarda mamul ürün olarak kullanılmaktadır. Ayrıca kesilmesi, kaynaklanması ve şekillendirilmesi de oldukça kolaydır. Çeşitli onarım ve tamir işlemlerinde de kullanılmaktadır.

IPN-RSJ Profil



IPN ve RSJ profiller çelik kirişlerin birleştirilmesinin kullanımının yanı sıra, enerji nakil hatları, köprü, baraj ve yol inşaatları, yapısal çelik sektörü, makine ve zirai alet imalatı ve vinç sanayi gibi birçok alanda kullanılmaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş

UPN/UAC Profil

UPN/UAC profiller yapılarda kullanılan hem taşıyıcı hem birleştirici özelliğe sahip profil türüdür. U beam olarak da bilinir. Çeşitli ebat ve kalitede üretilmektedir. UPN/UAC profiller tarım, makine imalatı sektörünün dışında yapısal çelik konstrüksiyonlarda, gemi yapımında, köprü ya da santraller gibi endüstriyel yapılarda da kullanılmaktadır.

W Profil

Ağırlıklı olarak güneş enerjisi sistemleri ve çelik binaların yapımında kullanılan W profil, betonarme yapılarda da yapısal destek amacıyla kullanılmaktadır. Güneş enerjisi sistemi konstrüksiyonlarında destek sistemleri için W-profillerinin projeye özel işlenir ve kaynağı yapılır ve projeye bağlı olarak istenilen tabaka kalınlığında sıcak daldırma galvaniz kaplama ile tedarik edilebilir.

C Profil

C profil Amerika standartına uygun olarak üretilen, ASTM normunda C shape channel olarak geçer. Bazı ülkelerde Amerikan normunda U profil olarak da bilinir. Çok farklı sektörde kullanılabilen C profil, çelik konstrüksiyon ve endüstriyel yapılarda da tercih edilmektedir. İnşaat sektörü, otomotiv sektörü başlıca tercih edilen sektörlerdendir.

Şirket'in üretiminde ve satışlarında başlıca ürünler profil demir, inşaat demiri, kütük demir ve filmaşin demirin izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla üretim miktarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

Üretim (Ton) ve Kapasite Kullanım Oranı									
	2023			2024			2025		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Kütük Demir	682.714	1.200.000	%57	883.238	1.200.000	%74	873.873	1.200.000	%73
Profil Demir	451.425	700.000	%64	463.074	700.000	%66	445.830	700.000	%64
Filmaşin ve İnşaat Demiri	267.287	600.000	%45	391.683	600.000	%65	469.092	600.000	%78

	01/01/2025 - 31/03/2025			01/01/2026 - 31/03/2026		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Kütük Demir	228.470	300.000	76%	204.978	300.000	68%
Profil Demir	103.980	175.000	59%	100.830	175.000	58%
Filmaşin ve İnşaat Demiri	106.702	150.000	71%	90.251	150.000	60%

Şirket'in kütük demir üretimi Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi'nin 2023 ve 2024 yıllarında yılın tamamında faaliyet gösterilmesiyle birlikte kütük demir üretimi 2023 yılında 682.714 ton olarak, 2024 yılında ise 883.238 ton olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında ise Şirket'in kütük demir üretimi 873.873 ton olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, Şirket'in 2023 yılında %57 olan kütük demir kapasite kullanım oranı, 2024 yılında %74 olarak gerçekleşirken, 2025 yılında %73 olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılının ilk 3 aylık döneminde %76 olarak gerçekleşen Şirket'in kütük demir kapasite kullanım oranı, 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde %68 olarak gerçekleşmiştir.

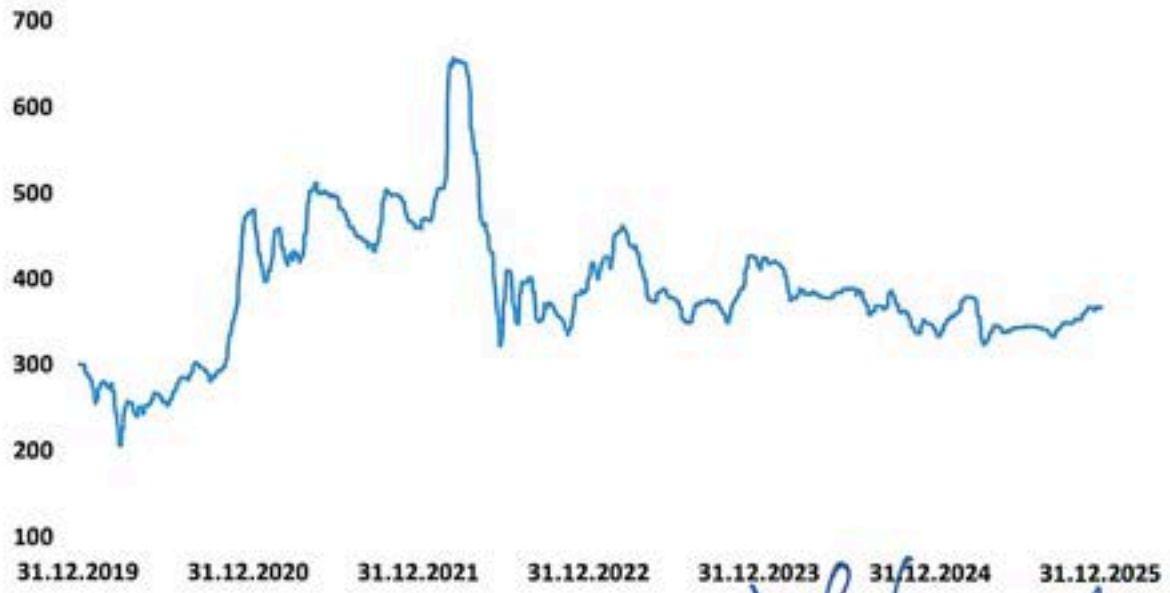
Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla yıllık profil demir üretimi 450.000 ton civarında, profil demir kapasite kullanım oranı ise %65 civarında stabil seyir izlemiştir.

Kardemir Çelik Aliağa Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi 2023 yılı Mayıs ayında faaliyete geçmiş olup, Şirket'in 2022 yılında test üretimleri kapsamında 101.760 ton filmaşin ve inşaat demiri üretimi gerçekleşmiştir. Tesisin 2023 yılı Mayıs ayında faaliyete girmesiyle 2023 yılı filmaşin ve inşaat demiri üretimi 267.287 tona yükselmiştir. 2024 yılında ise Şirket'in filmaşin ve inşaat demiri üretimi 2023 yılına kıyasla %47 oranında artarak 391.683 tona yükselmiş, kapasite kullanım oranı ise %65 olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında ise Şirket'in filmaşin ve inşaat demiri üretimi 469.092 ton olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılının ilk 3 aylık döneminde Şirket'in filmaşin ve inşaat demiri üretimi 106.702 ton olarak gerçekleşirken, 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde 90.251 ton olarak gerçekleşmiştir.

SATIŞLAR

Türkiye demir-çelik sektöründe fiyatlama genellikle hurda çelik fiyatları baz alınarak yapılmaktadır. Türkiye'de ağırlıklı olarak hurdadan üretim yapan tesisler mevcut olduğundan, hurda fiyatları çeliğin fiyatlamasında önemli bir etken olmaktadır. Hurda fiyatları global arz-talebe bağlı olarak değişmekte olup, aşağıda yer alan grafikten de görüldüğü üzere hurda çelik fiyatlarında yüksek derecede oynaklık dikkat çekmektedir:

Hurda Çelik Fiyatları (ABD Doları/Metric Tonne)



Kaynak: Bloomberg

Şirket'in hasılatı başlıca profil demir satışları, inşaat demiri satışları, kütük demir satışları, filmaşin demir satışları, tel satışları, elektrik satışları ve tufal, baca tozu, azot, oksijen, argon, hırdavat-malzeme vb satışlardan kaynaklanan diğer gelirlerden oluşmaktadır. Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla satışlarının ürün bazında tutar cinsinden kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Satış Gelirleri (TL)	01.01.-31.03.2026	01.01.-31.03.2025	01.01.-31.12.2025	01.01.-31.12.2024	01.01.-31.12.2023
Profil Demir Satışları	2.611.010.814	3.846.145.145	11.639.604.017	10.352.144.567	7.664.301.411
İnşaat Demir Satışları	1.563.975.813	1.736.147.679	8.754.949.329	7.594.346.441	3.329.888.020
Filmaşin Demir Satışları	681.610.960	237.186.255	1.494.426.756	860.359.539	584.943.226
Elektrik Satışları	36.750.691	42.856.781	117.225.783	155.790.417	119.540.063
Kütük Demir Satışları	1.119.300.268	64.748.973	301.431.420	377.611.400	302.044.215
Hurda Demir Satışları	5.056.202	1.152.398	67.238.371	42.485.312	51.055.548
Tel Satışları	132.167.573	130.517.459	402.971.269	616.697.958	512.989.489
Tufal Satışları	9.733.980	8.104.515	47.600.724	35.119.647	33.488.191
Baca Tozu	24.373.705	24.208.055	89.164.848	52.139.592	55.853.870
Malzeme ve Diğer Gelirler	472.300.553	42.373.304	82.284.529	219.157.903	93.223.912
Satıştan İade ve İndirimler (-)	(38.797.110)	(9.826.333)	(24.986.554)	(55.886.891)	(7.670.981)
Toplam	**6.617.483.449**	**6.123.614.231**	**22.971.910.492**	**20.249.965.885**	**12.739.656.964**

İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in hasılatında en yüksek paya sahip ürün grupları profil demir satışları ile inşaat demiri satışları olup, bu iki ürünün satışlarının toplam hasılat içindeki payı sırasıyla 2023 yılında %60,16 ve %26,14, 2024 yılında %51,12 ve %37,50, 2025 yılında %50,67 ve %38,11, 2025 yılının ilk 3 aylık döneminde %62,81 ve %28,35 olarak, 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise %39,46 ve %23,63 olarak gerçekleşmiştir.

Her bir ürün grubunun izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket hasılatı içindeki payı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Satış Kırılımı	01.01.-31.03.2026	01.01.-31.03.2025	01.01.-31.12.2025	01.01.-31.12.2024	01.01.-31.12.2023
Profil Demir Satışları	39,46%	62,81%	50,67%	51,12%	60,16%
İnşaat Demir Satışları	23,63%	28,35%	38,11%	37,50%	26,14%
Filmaşin Demir Satışları	10,30%	3,87%	6,51%	4,25%	4,59%
Elektrik Satışları	0,56%	0,70%	0,51%	0,77%	0,94%
Kütük Demir Satışları	16,91%	1,06%	1,31%	1,86%	2,37%
Hurda Demir Satışları	0,08%	0,02%	0,29%	0,21%	0,40%
Tel Satışları	2,00%	2,13%	1,75%	3,05%	4,03%
Tufal Satışları	0,15%	0,13%	0,21%	0,17%	0,26%
Baca Tozu	0,37%	0,40%	0,39%	0,26%	0,44%
Malzeme ve Diğer Gelirler	7,14%	0,69%	0,36%	1,08%	0,73%
Satıştan İade ve İndirimler (-)	-0,59%	-0,16%	-0,11%	-0,28%	-0,06%
Toplam	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla satışların yurtiçi ve yurtdışı dağılımı dengeli bir seyir izlemekte olup, satışların yurtiçi-yurtdışı dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

SATIŞ GELİRLERİ (TL)	01.01.-31.03.2026	01.01.-31.03.2025	01.01.-31.12.2025	01.01.-31.12.2024	01.01.-31.12.2023
Yurtiçi Satışlar	2.792.209.174	3.049.462.522	14.197.433.402	12.000.449.822	6.797.815.834
Yurtdışı Satışlar	3.815.552.880	3.063.404.701	8.696.638.980	8.241.252.651	5.824.695.669
Diğer Satışlar	48.518.505	20.573.341	102.824.664	64.150.303	124.816.442
Satıştan İade ve İndirimler (-)	(38.797.110)	(9.826.333)	(24.986.554)	(55.886.891)	(7.670.981)
Net satışlar	**6.617.483.449**	**6.123.614.231**	**22.971.910.492**	**20.249.965.885**	**12.739.656.964**

İzahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in yurtiçi satışlarının toplam satışlar içindeki payı %42-%62 aralığında gerçekleşirken, yurtdışı satışların toplam satışlar içindeki payı %38-%58 aralığında gerçekleşmiştir:

SATIŞ GELİRLERİ (TL)	01.01.-31.03.2026	01.01.-31.03.2025	01.01.-31.12.2025	01.01.-31.12.2024	01.01.-31.12.2023
Yurtiçi Satışlar	42%	50%	62%	59%	53%
Yurtdışı Satışlar	58%	50%	38%	41%	46%
Diğer Satışlar	-	-	-	-	1%
Net satışlar	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Yurtdışı Satışlar - İlk 10 Ülkenin Bölge Dağılımı

2023			
BÖLGE		Teslim Şekline Göre Toplam Satış Tutarı	Toplam Satış İçerisindeki Payı
Afrika	TL	1.201.109.679,70	21%
Amerika	TL	1.085.872.044,80	19%
Avrupa	TL	433.269.382,48	7%
Ortadoğu	TL	202.295.235,58	4%

2024			
BÖLGE		Teslim Şekline Göre Toplam Satış Tutarı	Toplam Satış İçerisindeki Payı
Amerika	TL	1.941.168.041,59	27%
Afrika	TL	1.680.139.360,81	23%
Ortadoğu	TL	485.160.612,56	7%
Avrupa	TL	248.819.504,87	3%

2025			
BÖLGE		Teslim Şekline Göre Toplam Satış Tutarı	Toplam Satış İçerisindeki Payı
Afrika	TL	2.584.096.347,72	32%
Amerika	TL	2.208.645.737,21	27%
Ortadoğu	TL	1.470.675.344,11	18%
Avrupa	TL	1.139.209.706,32	14%

2025 /03			
BÖLGE		Teslim Şekline Göre Toplam Satış Tutarı	Toplam Satış İçerisindeki Payı
Afrika	TL	855.585.653,70	49%
Amerika	TL	481.819.124,81	28%
Avrupa	TL	205.460.055,38	12%
Ortadoğu	TL	194.642.059,30	11%

2026 /03			
BÖLGE		Teslim Şekline Göre Toplam Satış Tutarı	Toplam Satış İçerisindeki Payı
Amerika	TL	919.506.546,28	43%
Afrika	TL	572.034.295,83	27%
Ortadoğu	TL	415.827.637,44	19%
Avrupa	TL	241.877.726,61	11%

Şirket'in ihracatı tamamı Kardemir Dış Ticaret A.Ş. kanalıyla sipariş bazlı gerçekleştirilmektedir. Yurtdışı müşterilere yapılan satışların nakliyesi konteynerin içine yükleme ve/veya dökme gemi bazlı

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

çevre limanlarından gemilere yükleme suretiyle gerçekleştirilmektedir. Fabrikaların bulunduğu bölge itibariyle nakliye avantajından en üst seviyede yararlanılmaktadır.

2025				
G.T.İ.İ.P.	Bölge	Türkiye İhracat Miktarı (Bin Ton)	Şirket'in İhracat Miktarı (Bin Ton)	Şirket'in Türkiye İhracatındaki Payı
7216	Kuzey Amerika	387.489,00	106.620,66	27,52%
	Güney Amerika	178.085,00	60.298,54	33,86%
	Ortadoğu	454.477,00	58.054,64	12,77%
	Avrupa	536.306,00	41.246,92	7,69%
	Orta Amerika	65.257,00	25.451,38	39,00%

* 17216 "profil demir" G.T.İ.İ.P.'na göre; Şirket'in yurtdışı satışlarındaki ilk 10 ülkenin bulunduğu bölgeye göre Türkiye ihracatındaki payı.

Şirket'in 31.12.2025 tarihi itibarıyla toplam müşteri sayısı 1064'dir. Şirket'in satış yaptığı müşteri sayısının yıllara göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	2023	2024	2025	31.03.2026
Müşteri Sayısı	1.182	1.247	1064	1043

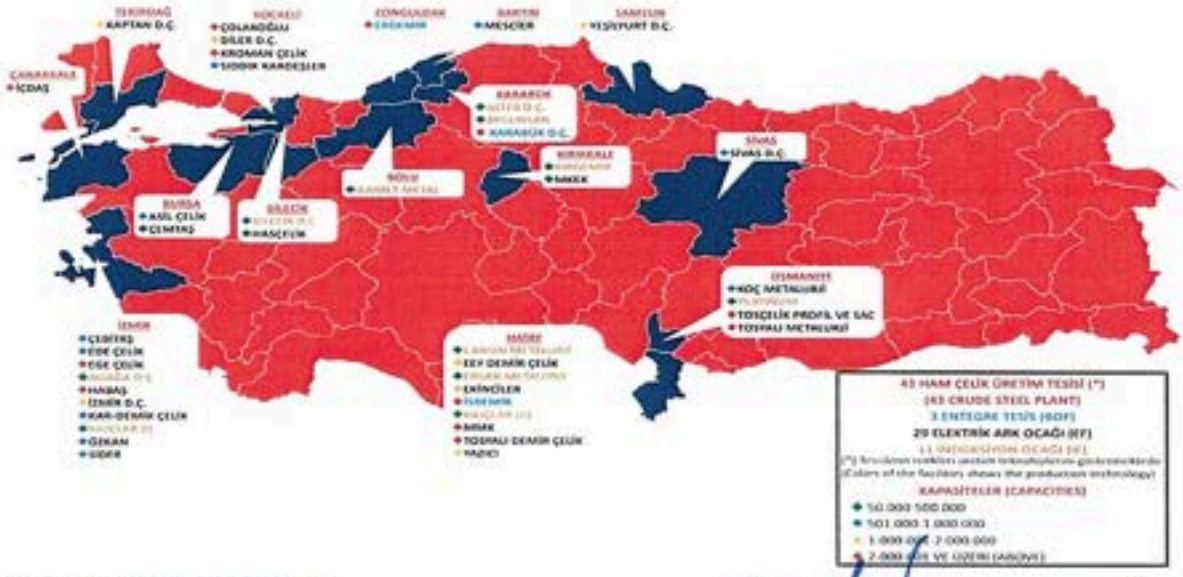
Şirket'in ilk 10 müşterisinin toplam satıştan aldığı payların izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla yüzdesel dağılımı aşağıda verilmiştir.

	2023	2024	2025	31.03.2026
İlk 10 Müşterinin Net Satış İçerisindeki Payı	18,4%	31,9%	36,0%	38,0%

3. Sektörel Bilgiler

Ülkemizde mevcut durum itibariyle demir cevherinden üretim yapan 3 adet entegre tesis ile hurdadan üretim yapan 11 adet indüksiyon ocağı ve 29 adet elektrik ark ocağı tesis bulunmaktadır. Aşağıdaki haritada söz konusu tesislerin bölgesel dağılımı görülmektedir:

TÜRKİYE ÇELİK HARİTASI - STEEL MAP OF TÜRKİYE

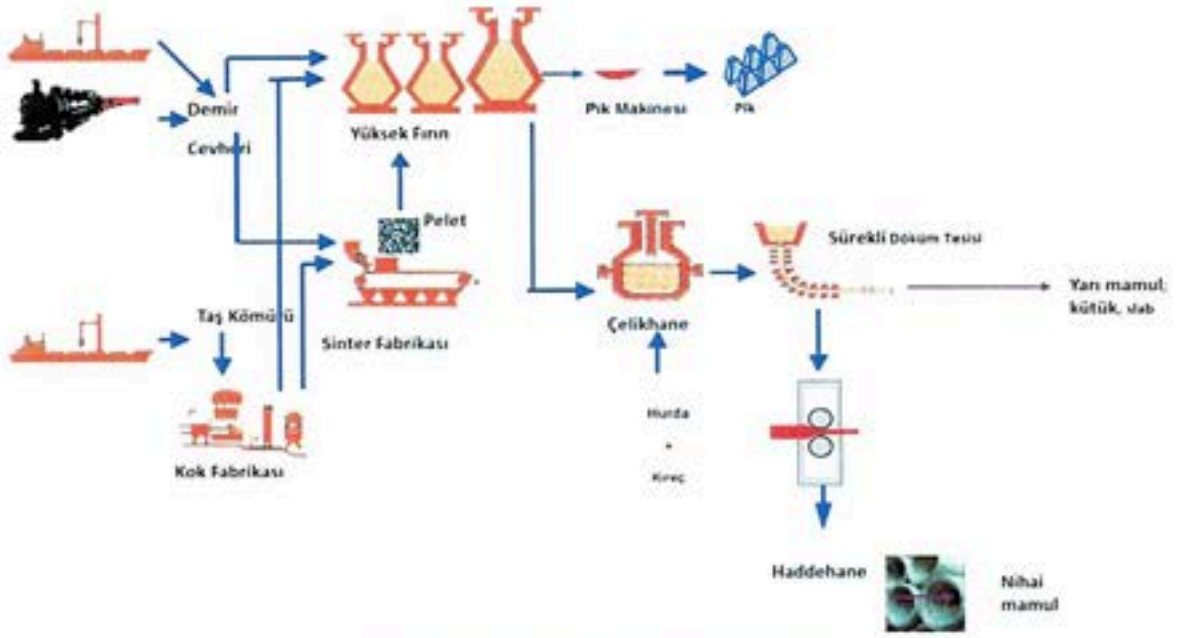


Kaynak: https://celik.org.tr/harita/

Haritadan da görüldüğü üzere, çelik tesislerinin büyük çoğunluğu kıyı bölgelerinde kümelenmiştir. Bu bölgeler, İzmir-Aliağa, İskenderun-Osmaniye, Marmara ve Batı Karadeniz sahil şeridinde yer almaktadır.
Ülkemizde üretilen sıvı çeliğin büyük bir kısmı cevherden üretim yapan Yüksek Fırınlı Bazik Oksijen Fırınlı (BOF) entegre demir çelik tesislerinde ve hurdadan üretim yapan Elektrik Ark Fırınlı (EAF) (IF dahil) tesislerde gerçekleştirilmektedir.

Entegre Tesisler - Bazik Oksijen Fırınlı (BOF) Tesisler

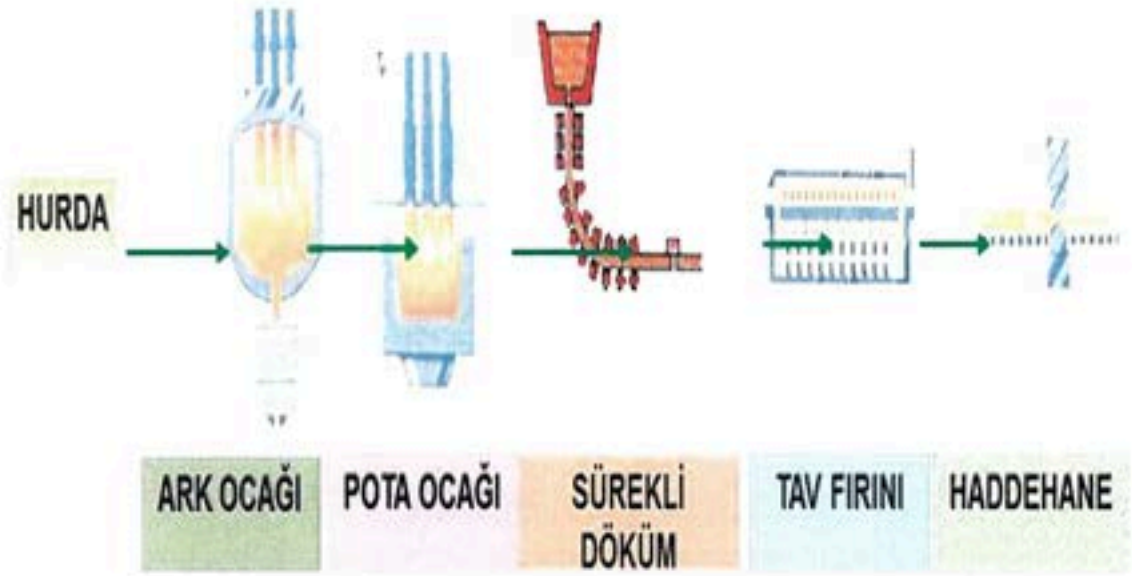
Dünyada daha yaygın bir biçimde kullanılan BOF yöntemi, ülkemizde şu an 3 adet demir çelik tesisinde kullanılmaktadır. Üretimdeki teknolojik gelişmelerinin yanı sıra BOF dünyada en çok tercih edilen üretim yöntemi olmuştur. Üretim için gerekli olan temel hammadde demir cevheridir. Üretim için gerekli olan diğer hammaddelerden taşkömürü, kok bataryalarında koklaştırılarak metalürjik kok olarak yüksek fırın için hazır hale getirilmektedir. Ayrıca toz cevherin yüksek fırınlı tesislerde kullanılabilmesi için sinter fabrikasında işlenerek sinter haline getirilmektedir. Diğer taraftan düşük tenörlü demir cevherleri zenginleştirilerek yüksek tenörlü hale getirilmekte olup bu cevherler yüksek fırınlı tesislerde kullanılması için pelet tesislerinde pelet haline getirilmektedir. Bu hammaddeler, yüksek fırınlarda işlenerek pik demir elde edilmektedir. Pik demir, BOF'un bulunduğu çelikhanede işlemden geçirilerek çeliğe dönüştürülmekte ve sürekli döküm makinelerinde kütük veya slab olarak dökülmektedir. Bu slab veya kütükler, yassı veya uzun ürün haddehanelerinde işlenerek nihai ürün haline getirilmektedir.



Şekil 1: Entegre Çelik Tesislerinde üretim

Elektrik Ark Fırınlı (EAF) Tesisler

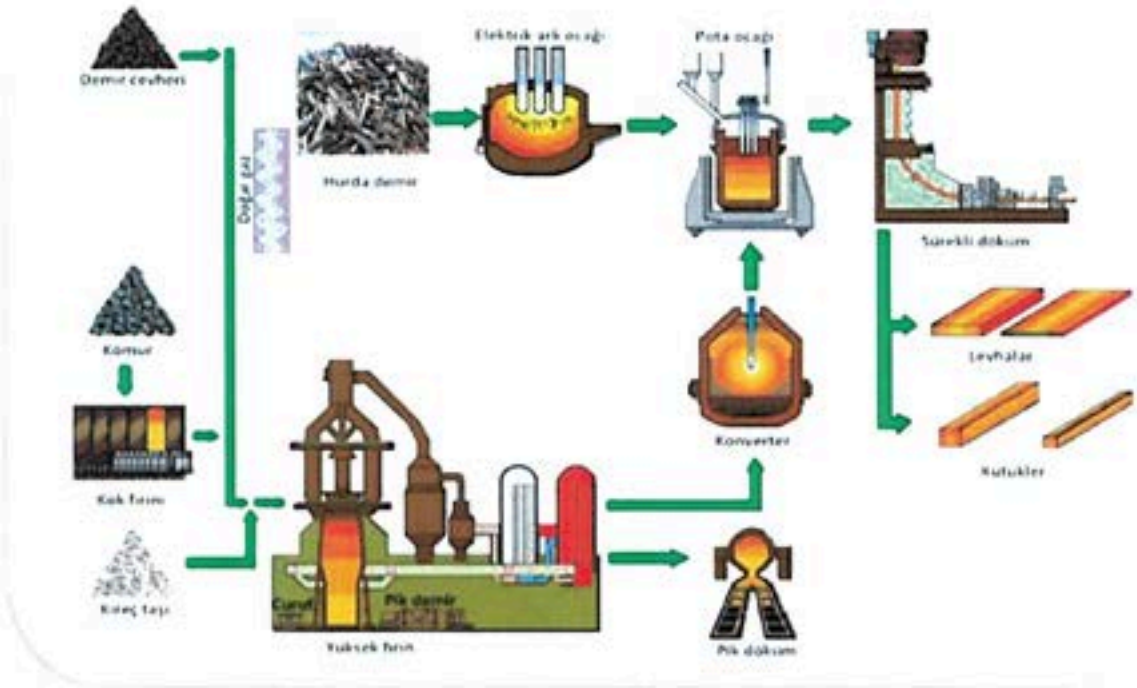
EAF'lı tesislerde sıvı çelik üretimi, çelik hurdası kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Hurda çelik, elektrik ark fırınına üstten vinçle boşaltılır, ardından fırının kapağı kapatılır. Bu kapak ark fırınına indirilen üç adet elektrotu taşımaktadır. Elektrotlardan geçen elektrik akımı, fırın içerisindeki hurda ile temas ettiğinde bir ark oluşturur ve açığa çıkan ısı hurdayı ergitir. Ergiyen metal ark fırınında alındıktan sonra gerekli alaşım elementleri ilave edilmesi ve dinlendirilmesi amacıyla pota metalürjisine tabi tutulur. Buna müteakiben pota metalürjisinde hazırlanan sıvı çelik, sürekli döküm makinelerinden geçirilmek suretiyle kütük veya slab'dan müteşekkil ara ürün elde edilir.



Şekil 2: EAF'li tesiste üretim akış şeması

**Elektrikli Ark Fırını (EAF) ile Elektrikli Ark Ocağı (EAO) aynıdır.*

BOF ve EAF çelik üretim prosesinin genel görünümüne aşağıdaki şemada yer verilmiştir:



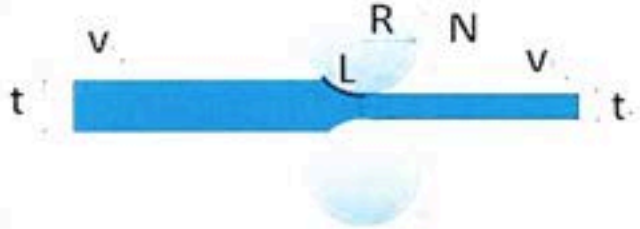
İndüksiyon Fırınlı (İF) Tesisler

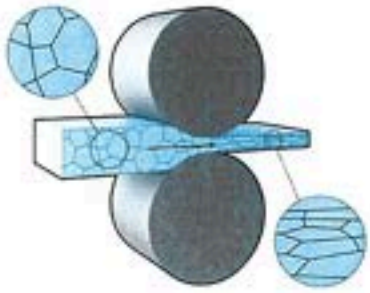
İndüksiyon Fırınlı tesislerde çelik üretimi, çelik hurda kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Hurda çelik, ergitme fırınına üstten vinçle boşaltılır, ardından fırının kapağı kapatılır. Ergiyen metal, ark fırınında alındıktan sonra gerekli alaşım elementleri ilave edilmesi ve dinlendirilmesi amacıyla pota metalürjisine tabi tutulur. Buna müteakiben pota metalürjisinde hazırlanan sıvı çelik, sürekli döküm makinelerinden geçirilmek suretiyle kütük veya slab'tan müteşekkil ara ürün elde edilir.

Şekil 3: İndüksiyon Fırını

Haddehaneler

Haddeleme metali eksenleri etrafında dönen merdaneler arasından geçirerek uygulanan basma kuvvetleri etkisiyle şekil verme işlemi olarak tanımlanabilir. Sürekli döküm makinelerinde elde edilen ara ürünler, yassı veya uzun ürün üreten haddehanelerde işlenmekte ve nihai çelik ürünleri elde edilmektedir. Üretilecek nihai ürünün niteliğine göre haddehanelerde girdi olarak kütük veya slab kullanılmaktadır. Uzun ürünlerin üretiminde kütük, yassı ürünlerin üretiminde ise slab kullanılmaktadır.





Şekil 4: Haddeleme prosesi

Haddeleme işleminde hadde merdaneleri aynı hızla fakat zıt yönde dönerler. Çelik kütük merdaneler arasından geçerken iki merdane arasındaki boşluk kadar kalınlığa sahip hale gelerek deformasyona uğrar. Merdaneler arasındaki açıklık, metalin giriş kalınlığından az olduğundan, haddelenen çeliğin çıkış kalınlığında bir azalma olur.

Küresel Demir-Çelik Sektörü

Dünya çapında ham çelik üretiminin milyon ton cinsinden miktarının yıllara göre dağılımı ve zaman içindeki değişimi aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

Kaynak: WSA

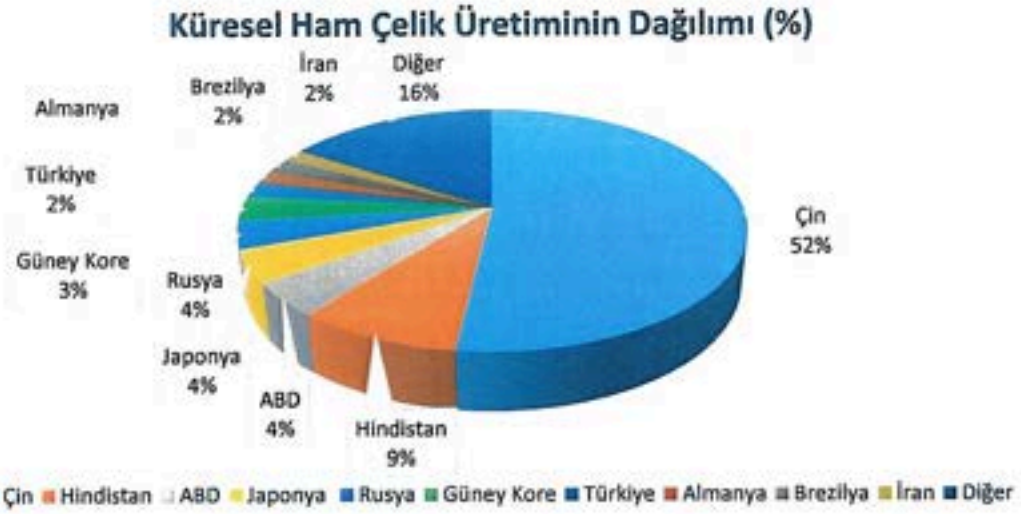
Dünya Çelik Birliği'nin (WSA) verilerine göre dünyada toplam çelik üretimi son 3 yıl içinde sınırlı azalan bir seyir izlemekte olup, 2025 yıl sonu itibarıyla küresel çelik üretimi 1 milyar 849 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda, Dünya'daki en büyük 10 ham çelik üreticisi ülke ve üretim miktarlarının yıllara göre dağılımı yer almaktadır.

İlk 10 Ham Çelik Üreticisi Ülkeler (milyon ton)	2023	2024	2025
Çin	1.019,0	1.005,1	960,8
Hindistan	140,7	149,4	164,9
ABD	81,4	79,4	82,0
Japonya	86,9	84,0	80,7
Rusya	76,0	71,0	67,8
Güney Kore	66,7	63,6	61,9
Türkiye	33,7	36,8	38,1
Almanya	35,4	37,2	34,1
Brezilya	31,9	33,7	33,3
İran	31,0	31,3	31,8
Dünya	**1.904,1**	**1.886,8**	**1.849,4**

Kaynak: WSA

2025 yılında küresel ham çelik üretimi, bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %2 oranında azalarak 1 milyar 849 milyon tona gerilemiş olup, Dünya çelik üretiminde lider konumunda olan Çin'deki ham çelik üretimi, Çin'deki emlak piyasasında yaşanan durgunluğun etkisiyle daralma göstermiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

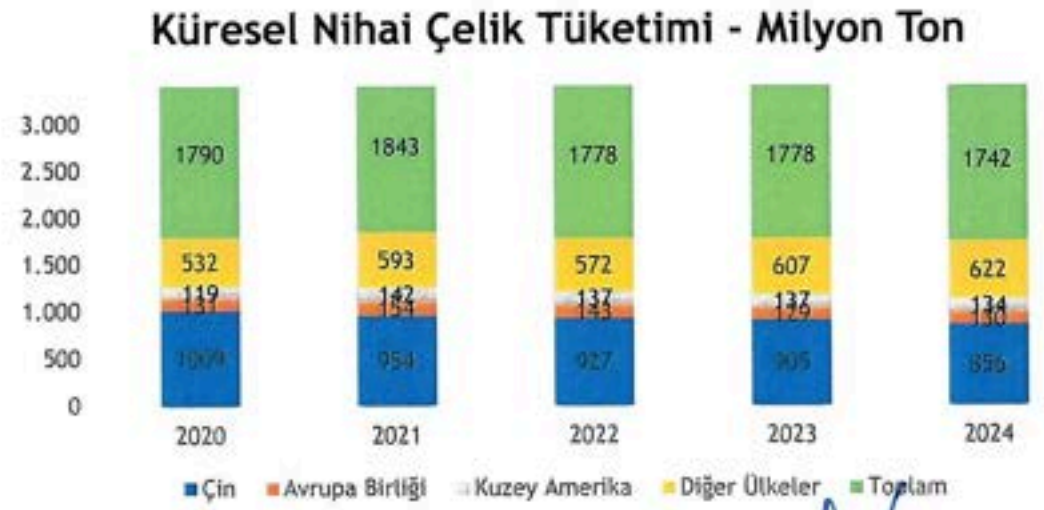


Kaynak: WSA

2025 yılında, Dünya'nın ikinci büyük çelik üreticisi olan Hindistan 164,9 milyon ton üretim ile küresel çelik üretiminde %9 paya sahip olurken, Dünya'nın üçüncü büyük çelik üreticisi Japonya 82,0 milyon ton üretim ile %4 paya sahip olmuştur.
Bu dönemde, Japonya ham çelik üretimi 2024 yılına kıyasla %4 oranında azalarak 80,7 milyon ton olarak gerçekleşirken, Rusya'nın ham çelik üretimi 2024 yılına kıyasla %4,5 oranında azalarak 67,8 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Güney Kore'nin ise 2025 yılında ham çelik üretimi 2024 yılına kıyasla %2,7 oranında azalarak 61,9 milyon ton seviyesine gerilemiştir.
Türkiye'de ham çelik üretimi, 2023 yılında yaşanan deprem felaketinden sonra yıkılan binaların ve tesislerin yeniden inşa çalışmaları kapsamında iç piyasa talebinde meydana gelen artış sonucunda 2024 yılında %9,4 oranında artarak 36,9 milyon ton seviyesine yükselirken, 2025 yılında %3,5 oranında artarak 38,1 milyon ton seviyesine ulaşmış, Türkiye, küresel ham çelik üretiminde 2025 yılında 7'nci sırada yer almıştır.
Son yıllarda devlet destekleriyle çelik üretiminde önemli yatırımlar gerçekleştiren İran'ın ham çelik üretimi ise 2025 yılında %1,6 artarak 31,8 milyon tona çıkmıştır.

Küresel Çelik Tüketimi

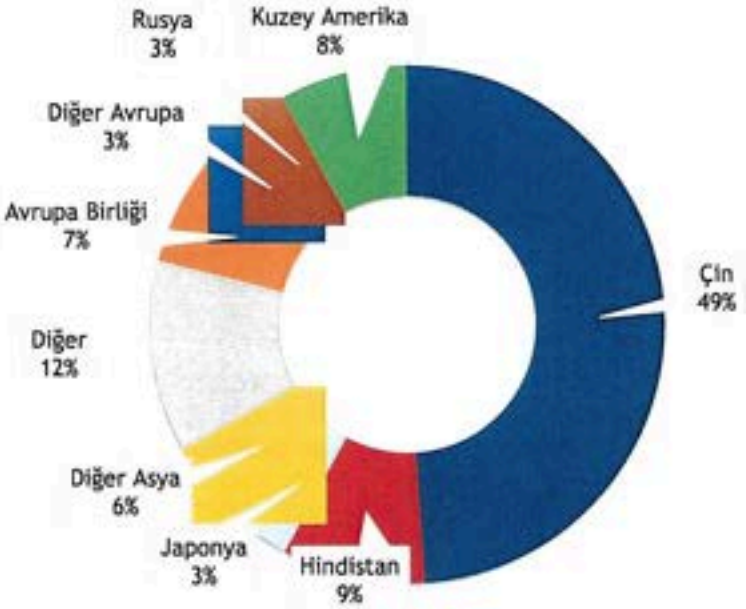
Aşağıdaki grafikte, dünyanın farklı bölgelerinde yıllar içinde gerçekleşen çelik tüketiminin milyon ton cinsinden dağılımı görülmektedir. Grafik aynı zamanda küresel çelik talebinin zaman içindeki değişimini ve bölgesel farklılıklarını ortaya koymaktadır.



Kaynak: WSA

Çin, ham çelik üretiminde olduğu gibi nihai çelik tüketiminde de lider konumdadır. Son 5 yıl içinde küresel nihai çelik tüketimi, yıllık ortalama %8,4 oranında büyüme göstermiştir. Çelik sektörü, özellikle altyapı-inşaat, makine ve otomotiv gibi pek çok sektöre temel girdi sağlamaktadır. Küresel çelik tüketiminde, altyapı ve inşaat sektörü önemli bir paya sahiptir. Çin'in nihai çelik tüketimi, dünya genelindeki çelik tüketiminin yaklaşık yarısını oluşturmaktadır. Çin ekonomisindeki gelişmeler ve özellikle altyapı-inşaat sektöründeki büyüme, çelik talebinin seyrini belirlemede önemli bir rol oynamaktadır.

Küresel Nihai Çelik Tüketimi - 2024



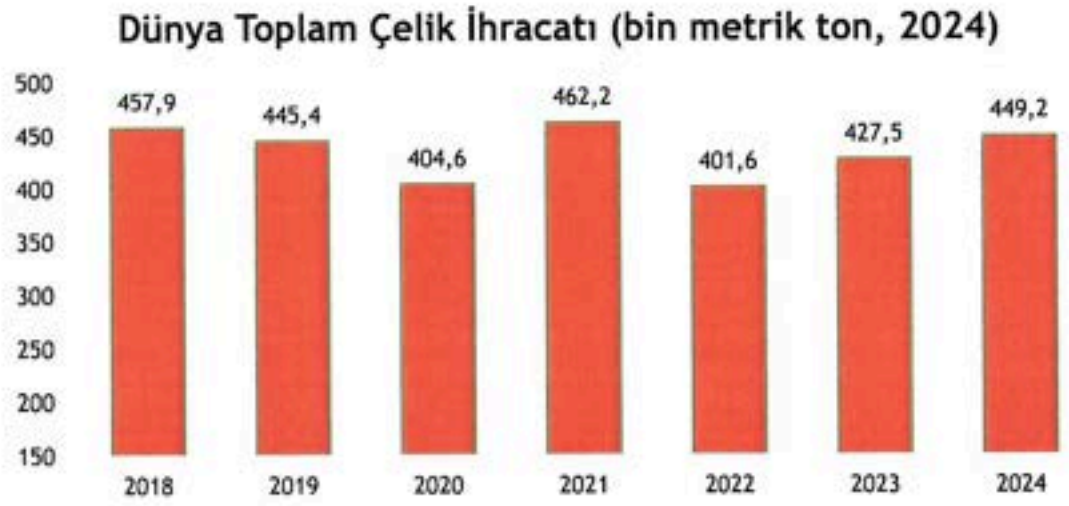
Kaynak: WSA

Küresel Çelik Tüketiminin Sektörel Dağılımı (%)

Kaynak: WSA

Küresel Çelik Ticareti

2022 yılında uluslararası çelik ticaret hacmi %13,3 oranında azalarak 377 milyon metrik ton civarlarına gerilemiştir. COVID-19 pandemisinden sonra 2021'de yaşanan olumlu toparlanmaya rağmen, süregelen yüksek enflasyon ve küresel faiz oranlarının artışıyla birlikte Çin ekonomisinin yavaşlaması gibi faktörler, Çin başta olmak üzere önemli ithalat pazarlarında keskin bir talep düşüşüne ve dolayısıyla çelik ticaret hacminde azalmaya neden olmuştur.
2023 ve 2024 yıllarına gelindiğinde ise özellikle Çin'in ihracat hacmindeki yüksek artışla küresel ihracat büyüklüğünü söz konusu yıllar itibarıyla sırasıyla yıllık %6,4 ve %5,0 oranlarında artarak 2024 yılsonu itibarıyla 449,2 milyon metrik tona ulaşmıştır.

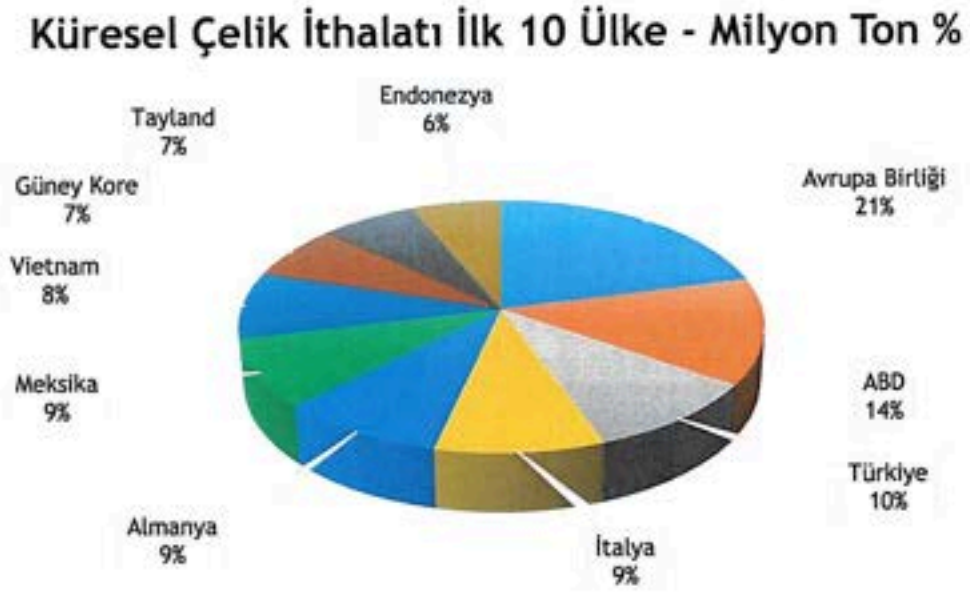


Kaynak: WSA

Dünyanın en büyük çelik üreticisi olan Çin, aynı zamanda çelik ihracatında da önemli bir paya sahiptir. Küresel çelik üretiminin yarısından fazlasını gerçekleştiren Çin, 2024 yılı çelik ihracatında da ilk sırada yer almaktadır.

Kaynak: WSA

Küresel çelik ithalatında ise gelişmiş ülkeler önde gelmekte olup, 2024 yılı küresel çelik ithalatında ABD %14 oranında pay ile ilk sırada yer almaktadır.



Kaynak: WSA

Demir Cevheri

Entegre tesislerde ham çelik üretiminde kullanılan en önemli girdi demir cevheridir. Demir cevheri üretiminin %75'ten fazlasını Avustralya, Brezilya, Hindistan ve Çin gerçekleştirmektedir. 2024 yılında, dünya çapında üretilen toplam kullanılabilir demir cevheri hacmi tahmini olarak 2,5 milyar tona ulaşmıştır. Avustralya, 2024 yılında 930 milyon ton kullanılabilir demir cevheri üreten ülke olarak sırada yer almaktadır.

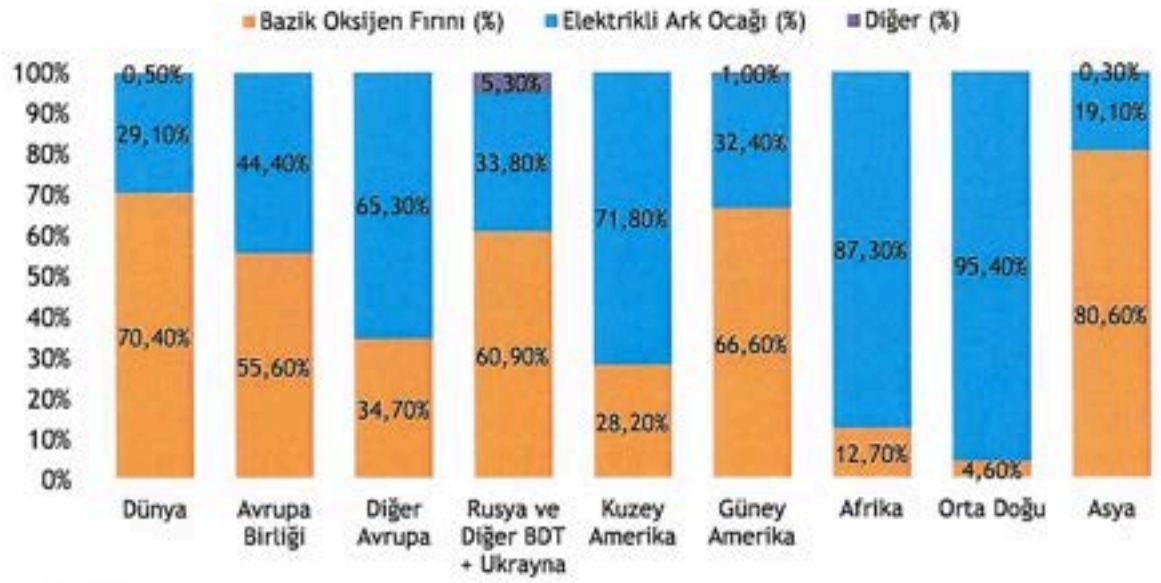
Kaynak: WSA

Hurda

Hurda, Elektrik Ark Ocaklı (EAO) tesislerde ham çelik üretiminde kullanılan en önemli hammaddedir. Kaliteli hurda oluşumu ve genel olarak hurda arzı gelişmiş ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde, tüketicilerin gelir düzeyinin yüksek olması ve kullanılan ürünlerin çoğunlukla ömürlerini

doldurmadan değiştirilmesi oluşan hurdanın daha kaliteli olmasını ve hurda arzının bu bölgelerde daha yoğun olmasını sağlamaktadır.

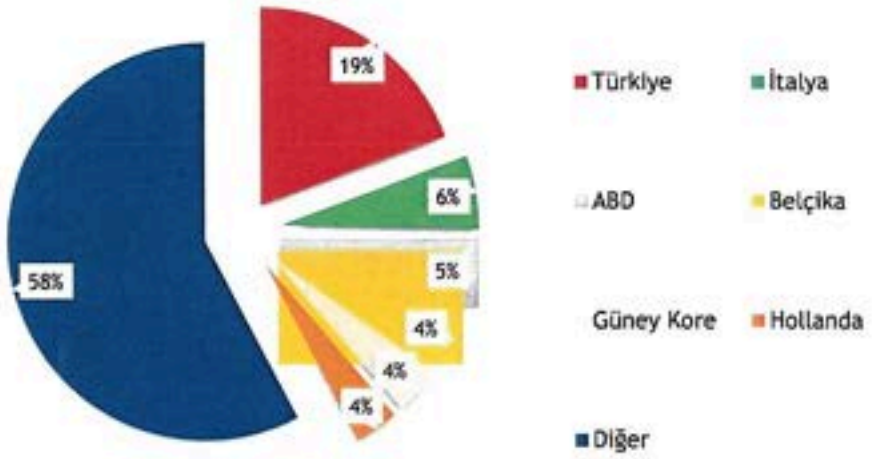
Üretim Yöntemi Bazında Ham Çelik Üretimi (2024)



Kaynak: WSA

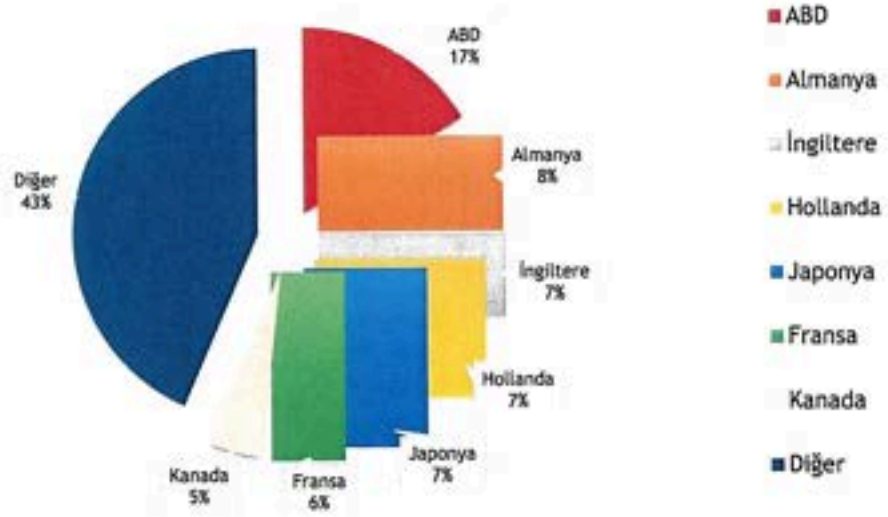
Ham çelik üretiminin yaklaşık %70'ini EAO tesislerinde gerçekleştiren Türkiye, küresel hurda ithalatında ilk sırada yer almaktadır. Hurda ihracatında ise hurda arzının yoğun olduğu ABD başta olmak üzere, Almanya, İngiltere, Japonya gibi gelişmiş ülkeler ön plana çıkmaktadır.

Hurda İthalatının Dağılımı 2023 - % Miktar



Kaynak: WSA

Hurda İhracatının Dağılımı 2023 - % Miktar



Kaynak: WSA

Çelik üretiminin dekarbonizasyonu, çelik üretim alışkanlıklarında önemli bir geçişe zemin hazırlamaktadır. Enerji sektöründen kaynaklanan küresel emisyonların neredeyse %8'ini oluşturan demir ve çelik sektörü, endüstriyel karbon emisyonlarının ise yaklaşık %30'unu üstlenmektedir. Bu büyük karbon ayak izi göz önünde bulundurulduğunda, çelik sektörünün dekarbonizasyonu iklim değişikliği hedeflerine ulaşılması açısından kritik bir öneme sahiptir.

Çelik endüstrisini dekarbonize etmek için farklı yaklaşımlar benimsenmektedir. Bu yaklaşımlar, kullanılan enerji ve ham maddelerde enerji tasarrufu ve verimlilik iyileştirmelerini, hurda kullanımının artırılmasını ve hidrojenle çelik üretimi gibi yenilikçi teknolojilerin geliştirilmesini içermektedir. Bu doğrultuda çelik şirketleri için, kalite ve arzı korurken kısa ve uzun vadeli CO2 azaltma hedeflerine ulaşmakta gelenekselleşmiş BF (blast furnace, yüksek fırın) ve BOF (basic oxygen furnace, bazik oksijen fırını) yöntemlerinden hurdanın girdisi olduğu EAF (electric arc furnace, elektrikli ark ocağı) yöntemine geçiş en efektif yol olarak görülmektedir.

Bunun temel nedeni ise hurda girdisi ile çalışan EAF teknolojisinin CO2 emisyon yoğunluğunun BF ve BOF teknolojilerinin üçte birinden az olmasıdır. (Kaynak: OECD)

Türkiye'de Demir-Çelik Sektörü

Genel Bakış

Türkiye'de 27 elektrik ark ocaklı (EAO), 11 indüksiyon ocaklı ve 3 bazik oksijen fırınlı çelik fabrikası bulunmaktadır.
2024 yılında küresel ham çelik üretimi, bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %1 oranında azalarak 1 milyar 884 milyon tona gerilerken, Türkiye'de ham çelik üretimi, 2023 yılında yaşanan deprem felaketinden sonra yıkılan binaların ve tesislerin yeniden inşa çalışmaları kapsamında iç piyasa talebinde meydana gelen artış sonucunda 2024 yılında %9,43 oranında artarak 36,9 milyon ton seviyesine yükselmiş ve Türkiye, küresel ham çelik üretiminde 2024 yılında 8'inci sırada yer almıştır.
Türkiye çelik sektöründeki üretim, tüketim, ihracat ve ithalat miktarlarının milyon ton cinsinden yıllara göre değişimi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

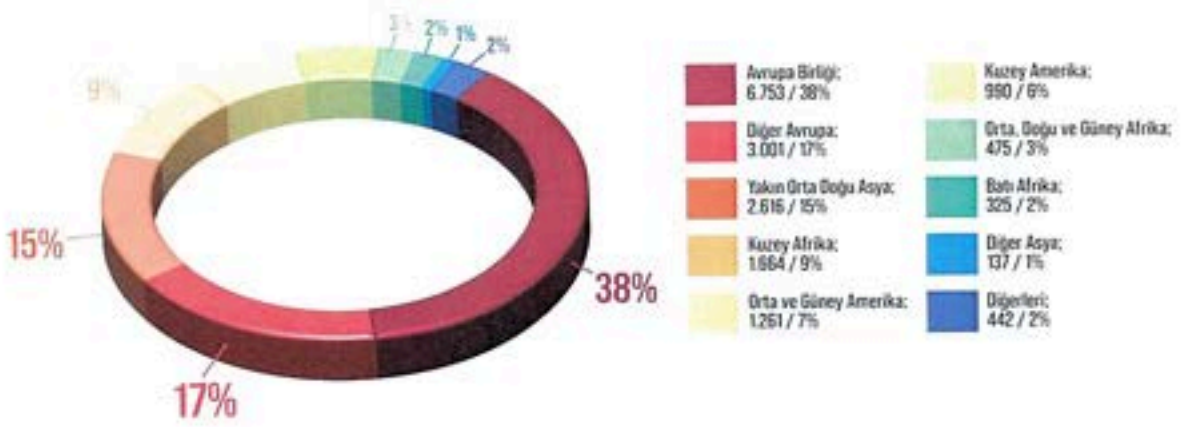
Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği: https://www.cib.org.tr/tr/istatistikler.html

2023 yılında Türkiye çelik ihracatı bir önceki yıla göre değerlendirildiğinde hem miktar bazında hem de değer bazında azalış yaşamıştır. 2022 yılında ulaşılan 21,0 milyar dolar ve 19,6 milyon ton ihracata karşılık; 2023 yılında değerde %29,3 oranında azalış ile 14,9 milyar dolar ve miktarda %25,9 oranında azalış ile 14,5 milyon ton ihracat gerçekleştirilmiştir.

2024 yılında Türkiye'nin ham çelik üretimi %9,4 oranında artışla, 36,9 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Nihai mamul tüketimi bir önceki yıla kıyasla %0,6 artışla 38,3 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında ihracat miktar itibariyle %27,6 oranında artışla, 13,4 milyon ton seviyesine yükselmiş; değer itibariyle %17,7 artışla, 9,7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında ithalat, miktar itibariyle yıllık %1,7 artışla, 17,4 milyon ton, değer itibariyle ise %9,9 azalışla 13,2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Türkiye 2004 yılında 20,5 milyon ton üretim ile dünya çelik üretiminin %1,9 kadarını gerçekleştirmiş; 2021 yılını ise 40,4 milyon ton ile dünya çelik üretiminin %2,1'ini gerçekleştirerek, Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise en büyük yedinci çelik üreticisi olarak tamamlamış ve hem üretim hem de ihracat rekoru kırmıştır. 2023 yılında ise Rusya-Ukrayna savaşının yanı sıra Orta Doğu'da yaşanan politik gerilimler, gelişen ülkelerde devam eden enflasyon nedeniyle azalan yurt dışı talep ve güçlü seyreden iç piyasa tüketimi nedeniyle ihracatta keskin düşüş yaşanmıştır. Türkiye'nin 2020 yılından bu yana gerileme eğiliminde olan Avrupa çelik üretimindeki payı, 2024 yılı itibarıyla son dört yıllık kaybını telafi ederek **%28,2** seviyesine yükselmiştir.

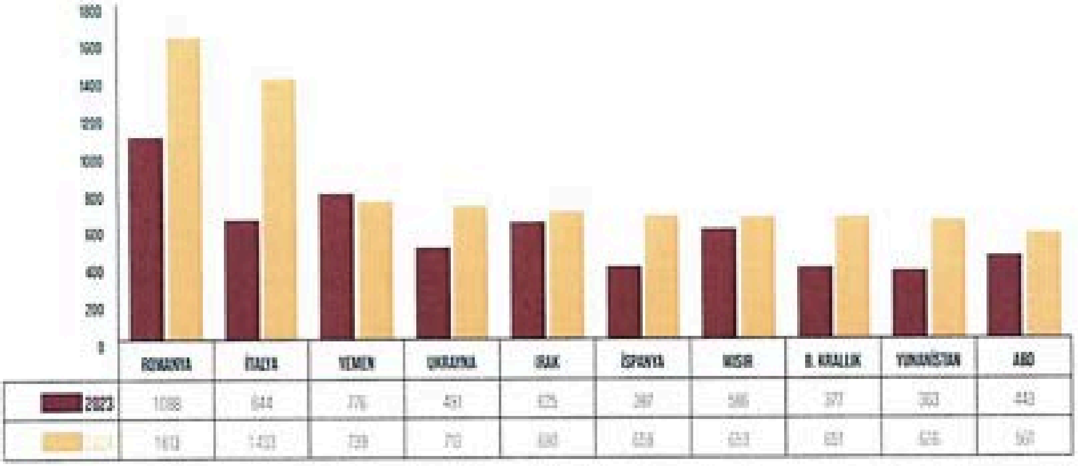
ÜLKE GRUPLARINA GÖRE 2024 YILI TÜRKİYE ÇELİK İHRACATI (BİN TON)



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği 2024 Çalışma Raporu

Türkiye 2004 yılında 20,5 milyon ton üretim ile dünya çelik üretiminin %1,9 kadarını gerçekleştirmişti; 2021 yılını ise 40,4 milyon ton ile dünya çelik üretiminin %2,1'ini gerçekleştirerek, Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise en büyük yedinci çelik üreticisi olarak tamamlamış ve hem üretim hem de ihracat rekoru kırmıştı. Takip eden yıllarda ise Rusya-Ukrayna savaşı, artan korumacılık tedbirleri ve küresel enflasyonda görülen yükseliş nedeniyle hem üretiminde hem de ihracatında düşüş gözlemlenmiştir. 2024 yılında ise Türk çelik sektörü bir önceki yıla göre üretimini %9,4 artırarak 36,9 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2024 yılını dünyanın en büyük sekizinci, Avrupa'nın ise en büyük ikinci sıvı çelik üreticisi olarak tamamlamıştır. 2024 yılında Türkiye çelik ihracatı bir önceki yıla göre değerlendirildiğinde hem miktar bazında hem de değer bazında artış kaydetmiştir. 2023 yılında ulaşılan 14,9 milyar dolar ve 14,5 milyon ton ihracata karşılık; 2024 yılında miktarda %21,8 oranında artış ile 17,7 milyon ton ve değerde %8,6 oranında artış ile 16,1 milyar dolar ihracat gerçekleştirilmiştir. 2024 yılında bölgeler bazında ihracatımızda Avrupa Birliği, 2023 yılında olduğu gibi ilk sırada yer almıştır. Diğer taraftan Diğer Avrupa Ülkeleri'ne olan ihracatımız Orta Doğu'ya olan ihracatımızı geride bırakarak ikinci sıraya yerleşmiştir. Böylece Diğer Avrupa Ülkeleri'ne olan ihracatımız toplamda 3 milyon tonu aşarak tarihimizde ilk kez başlıca pazarlarımızdan olmuştur. Orta Doğu bölgesi üçüncü sırada yer alırken Kuzey Afrika ülkeleri dördüncü sırada yer almıştır. AB ülkelerine olan ihracatımız geçen seneye göre tonaj bazında %51,9 yükseliş kaydederek 6,8 milyon ton seviyesine erişmiştir. Diğer Avrupa ülkelerine olan ihracatımız ise %52,4 artış göstermiştir. Orta Doğu'ya yapılan çelik ihracatımız ise %20,8 düşüş ile 2,6 milyon ton seviyesine gerilemiştir. 2024 yılı ihracatımızda tonaj bazında dördüncü sırada bulunan Fas, Mısır, Cezayir, Tunus gibi ülkelerin yer aldığı Kuzey Afrika bölgesine olan ihracatımız, tonaj bazında %5,1 artış ile 1,6 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Bu bölgeleri izleyen Orta ve Güney Amerika bölgesine olan ihracatımız, tonaj bazında %24,6 artış ile 1,3 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

ÜLKELERE GÖRE 2023-2024 YILI TÜRKİYE ÇELİK İHRACATI (BİN TON)



2024 yılı ihracatımızda 2022 yılına tonajda en büyük artışlar İtalya, Romanya, B. Krallık, Yunanistan ve İspanya'ya yaşanmıştır. En fazla düşüş yaşanan ülkeler ise İsrail, Etiyopya, Fas, Senegal ve Hindistan olmuştur.

***Kaynak:* Çelik İhracatçıları Birliği 2024 Çalışma Raporu**

2024 yılında, uzun mamuller yaklaşık 4,9 milyar dolar ve 7,3 milyon tonla, önceki yıllarda olduğu gibi en fazla ihraç edilen ürün grubu olmuştur. Bu ürün grubunu sırasıyla, 4,6 milyar dolar ve 5,8 milyon tonla yassı çelik ürünleri, yaklaşık 2,2 milyar dolar ve 2,2 milyon tonla boru, 713 milyon dolar ve 175 bin tonla bağlantı elemanları ihracatı izlemiştir.

	2018 MLN TON	2019 MLN TON	2020 MLN TON	2021 MLN TON*	2022 MLN TON	2023 MLN TON	2024 MLN TON	2023-2024 DEĞİŞİM %	2018-2024 YBBO* %	2024 PAY %
Uzun	10.696	10.541	10.293	12.239	9.796	6.743	7.295	8.2%	5.3%	41.3%
Yassı	6.122	5.764	5.748	6.706	4.778	3.525	5.798	64.5%	0.6%	32.8%
Boru **	2.076	2.028	2.002	2.029	2.234	2.076	2.230	7.4%	1.0%	12.6%
Kütük ve Slab	1.015	1.316	721	1.069	732	190	342	79.7%	-14.4%	1.9%
Bağlantı Elemanları	135	139	132	179	206	181	175	3.1%	3.8%	1.0%
Diğer	1.269	1.368	1.420	1.610	1.836	1.791	1.823	1.8%	5.3%	10.3%
Toplam	**21.313**	**21.155**	**20.316**	**23.831**	**19.561**	**14.506**	**17.663**	**21.8%**	**-2.6%**	**100%**

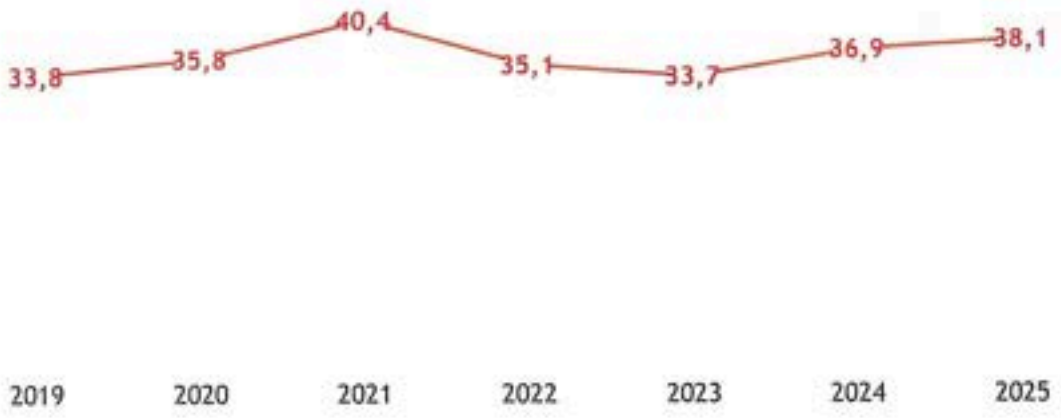
Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

1996'da AB ve Türkiye arasında imzalanan Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu (AKÇT) anlaşması uyarınca çelik ticaretindeki gümrük vergileri karşılıklı olarak kaldırılmıştır. Anlaşma, demir ve çelik ürünlerimizin AB üyesi ülkelere gümrük vergisi olmadan ticaret yapılmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca, AKÇT anlaşması hükümleri uyarınca devlet, çelik endüstrisine destek verememektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren tüm çelik şirketleri özel sektöre ait olup, ülke sanayisinin küresel pazardaki konumunu uzun vadede pekiştirmek amacıyla teknolojik gelişmeleri sürekli olarak takip etmektedir. Türkiye'nin en gelişmiş sektörlerinden biri olan çelik sanayisi, bugün Türkiye ekonomisine katkı sağlayan en büyük beşinci sektör konumundadır.

Türkiye'de Demir-Çelik Üretimi

Türkiye'de demir çelik üretim yöntemlerine bakıldığında, günümüzde üretimin yaklaşık %28,5'i entegre tesislerde gerçekleştirilirken, %71,5'i elektrik ark ocaklı tesislerde yapılmaktadır. Son yıllarda, mevcut entegre tesislerin üretim kapasiteleri artırılmıştır. Elektrik ark ocaklı üretimde ise mevcut firmalar kapasitelerini artırırken, yeni EAO tesisleri de kurulmuştur. İlk kurulum maliyetlerinin daha düşük olması, çevreye daha az zarar vermesi, yeterli demir cevheri bulunmaması ve hurda gibi hammadde türlerinin diğerlerine göre daha ucuz olması gibi nedenlerle, özel sektör yatırımcıları yeni tesislerde özellikle Elektrik Ark Ocaklarını tercih etmektedir. Bölgesel dağılım incelendiğinde, Türkiye'deki demir-çelik üreticileri Karadeniz, Marmara, Ege ve Doğu Akdeniz bölgelerinde yoğunlaşmıştır.
WSA verileri çerçevesinde, Türkiye'de toplam ham çelik üretimi 2023 yılında 33,7 milyon ton olarak gerçekleşirken, 2024 yılında ham çelik üretimi 2023 yılına kıyasla %10 artışla 36,9 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında ise ham çelik üretimi bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %3,3 oranında artarak 38,1 milyon ton seviyesine yükselmiştir.
Aşağıdaki grafikte, Türkiye'de ham çelik üretiminin yıllar içindeki dağılımı milyon ton cinsinden gösterilmektedir.

TÜRKİYE'DE HAM ÇELİK ÜRETİMİN YILLARA GÖRE GELİŞİMİ (MİLYON MT)



Kaynak: https://tr.steelorbis.com/istatistikler/uretim-tuketim-verileri/

Aşağıdaki grafikte ise, Türkiye'deki yarı mamul türlerine göre ham çelik üretiminin yıllar içindeki dağılımı milyon ton cinsinden gösterilmektedir.

TÜRKİYE YARI MAMUL TÜRÜNE GÖRE HAM ÇELİK ÜRETİMİ (MİLYON MT)

2015-2025 Yılları Arasında Ürünlere Göre Ham Çelik Üretimi (bin ton)

	2015	2020	% Değişim (15/10)	2021	% Değişim (20/15)	2022	% Değişim (21/20)	2023	% Değişim (22/21)	2024	% Değişim (23/22)	2024	2025	% Değişim (25/24)
KÜTÜK	23.231	23.234	0,0	26.086	12,3	22.789	-12,6	21.651	-5,0	22.818	5,4	22.816	24.208	6,1
SLAB	8.286	12.576	51,8	14.274	13,5	12.346	-13,5	12.062	-2,3	14.075	16,7	14.077	13.910	-1,2
TOPLAM	31.517	35.810	13,6	40.360	12,7	35.135	-12,9	33.714	-4,0	36.893	9,4	36.893	38.118	3,3

Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Yıllar İtibariyle Nihai Mamul Üretimi ve Tüketimi (Bin ton)

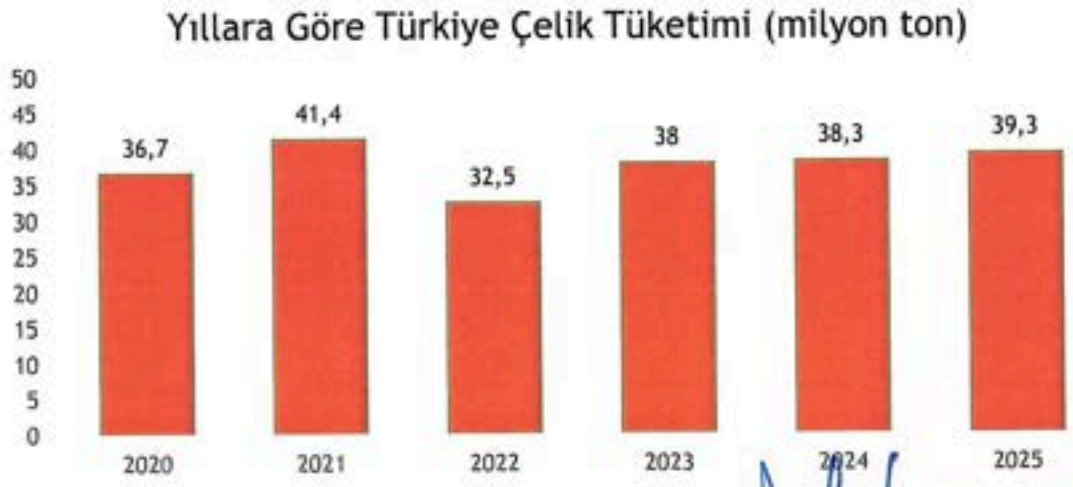
Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Türkiye'de 2021-2023 yılları arasında ham çelik üretim kapasitesi artış eğilimindeyken, kapasite kullanım oranı sektörde 2022 yılında başlayan daralmayla birlikte 2021 yılında %74,7'den 2023 yılında %56,8'ye gerilemiş; 2024 yılında ise %62,2'ye yükselmiştir.

Kaynak: KPMG Çelik Sektörel Bakış 2024 Raporu

Türkiye'de Demir-Çelik Tüketimi

Türkiye'de çelik tüketimi, 2018'de inşaat ve otomotiv sektörlerinde yaşanan daralmalar nedeniyle düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün başlıca nedeni inşaat sektöründe kullanılan uzun çelik ürünlerindeki azalma olmuştur. Ancak, 2020'nin ikinci yarısında sektörün toparlanmasıyla birlikte Türkiye'nin çelik tüketimi yeniden artış eğilimine girmiştir. 2021'de çelik tüketimi %16'lık kayda değer bir artışla 41 milyon tona ulaşmıştır. Ancak, 2022'de bu artış eğilimi durmuş ve çelik tüketimi bir önceki yıla kıyasla yaklaşık 8 milyon ton azalarak 33 milyon tona gerilemiştir. Türkiye'deki bu düşüş, dünya çelik tüketimindeki genel düşüşe paralel olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılına gelindiğinde inşaat ve otomotiv sektöründe görülen artışlar sonucunda çelik tüketiminde %17'lik bir artış yaşanmıştır.
2024 yılında Türkiye'de çelik tüketimi 2023 yılına paralel seviyelerde 38,3 milyon ton olarak gerçekleşirken, 2025 yılında 39,3 milyon ton seviyesine yükselmiştir.



Kaynak: : Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Türkiye Nihai Mamul Üretimi ve Tüketimi

Türkiye'de ilk kurulum maliyeti daha düşük olduğu için elektrik ark ocaklı uzun ürün üreten tesisler ihtiyaçtan çok daha fazla kurulmuştur ve ülkemizde uzun ürün fazlalığı ortaya çıkmıştır. Bu nedenle Türkiye, otomotiv, beyaz eşya gibi sektörlerde ihtiyaç duyduğu yassı ürünleri kendi iç piyasasındaki üretimle karşılayamadığı için bu ürünleri ithal etmek zorunda kalmaktadır. 2000'li yıllara kıyasla günümüzde yassı ürün üretim oranı ve miktarı yükselmiştir. Ancak bu yükseliş, halen ihtiyacı karşılayacak düzeyde değildir.

Türkiye'nin nihai çelik tüketimi, global kriz dönemi dışında artış göstermektedir. Gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye, henüz gelişiminin çelik yoğun evresini tamamlamamıştır. Ülkemizde sanayileşme düzeyi her yıl artmasına rağmen istenilen düzeyde değildir. Ayrıca altyapı yatırımlarının da halen devam etmesi, çeliğe olan talebi her yıl arttırmaktadır.
Son yıllarda otomotiv ve beyaz eşya ürünlerinin üretiminde yüksek rakamlara ulaşılmıştır. Bu durum yassı demir çelik ihtiyacını olumlu etkilemiş ve yıllar içerisinde yassı demir çelik talebi oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bunun yanı sıra yapı ve inşaat sektörlerindeki canlılık da uzun mamul tüketimini de canlı tutmuştur. Ancak 2018 yılı ortasından itibaren ülkemizde görülen ekonomik daralma yapı ve inşaat sektörünü olumsuz etkilemiştir.
2023 yılında nihai mamul üretiminin %33,8'i yassı ürünlerden %66,2'si uzun ürünlerden oluşmuştur.

Türkiye'de Demir Çelik Sektörünün Dış Ticaretinin Durumu

Demir çelik sektörü, 2017 yılından 2022 yılına kadar Türkiye'de dış ticaret fazlası veren nadir sektörlerden biriyken, Türkiye 2023 yılında 6 milyon ton net ithalat yaparak net ihracatçı konumunu kaybetmiştir. Bunun nedeni olarak Avrupa Birliği ülkeleri başta olmak üzere ana ihracat pazarlarında talepteki düşüş, Türkiye'nin çelik ihracatını olumsuz etkileyen en önemli faktörlerdendir. Hem sanayi üretimi hem de inşaat sektöründeki durgunluk ve yatırım iştahındaki azalma, çelik ürünlerine olan talebi de beraberinde düşürmüştür. Bunun yanı sıra Küresel çapta görülen faiz artışları, genel ekonomik faaliyetleri yavaşlatarak hem inşaat hem de sanayi yatırımlarını olumsuz etkilemiştir. Bu durum, çelik ürünlerine olan talebi azaltarak Türkiye'nin ihracatını olumsuz etkilemiştir.
2023 yılı sonu itibariyle 14,5 milyon ton ihracat gerçekleşmiştir. 2023 yılı sonunda toplam ithalat ise 20,3 milyon ton olarak kaydedilmiştir. 2017-2021 yılları arasında Türkiye'nin demir-çelik ihracatı yıllık ortalama %7,1 büyüme gösterirken 2022 ve 2023 yıllarında ihracattaki düşüşler nedeniyle bu oran %7,3 daralma olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılında demir-çelik ihracatı 2023 yılına kıyasla %22 oranında artarak 17,7 milyon tona yükselirken, aynı dönemde demir-çelik ithalatı yaklaşık %4 oranında artarak 21,1 milyon tona yükselmiştir. 2025 yılında ise demir-çelik ihracatı 2024 yılına kıyasla %9,6 oranında

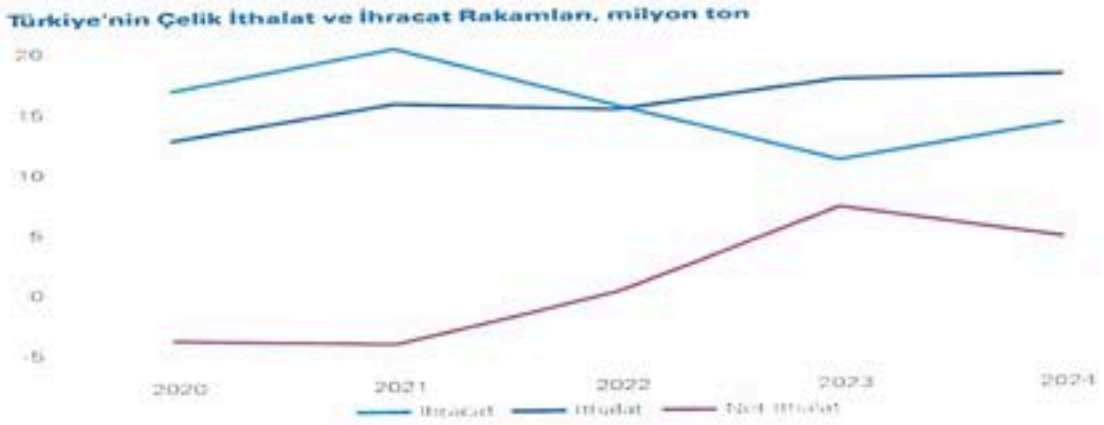
artarak 19,4 milyon ton olarak gerçekleşirken, demir-çelik ithalatı 2024 yılına kıyasla %10,4 oranında azalarak 18,9 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

2024 yılında Türkiye'nin ham çelik üretimi %9,5 oranında artarak 36,9 milyon ton seviyesine yükselmiş ve yeniden büyüme patikasına girmiştir. Türkiye, bu performansıyla dünya ham çelik üretiminde 8. sıradaki yerini korumuştur. Türkiye'nin 2025 yılı toplam ham çelik üretimi ise, 2024 yılına göre %3,3 oranında artarak 38,1 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Türkiye, bu üretim miktarı ile Almanya'yı (34,1 Mt) geride bırakarak dünyanın en büyük 7. çelik üreticisi konumuna yükselmiştir.Bu üretim artışında birkaç temel unsur etkili olmuştur: İlk olarak, deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerinin hız kazanmasıyla inşaat çeliğine olan iç talep güçlü kalmıştır. İkinci olarak, küresel piyasalarda 2022-2023 döneminde yaşanan daralmanın ardından toparlanma yaşanmış ve özellikle Avrupa pazarında Türk çeliğine yönelik dış talep yeniden canlanma göstermiştir.
2025 yılında Türkiye'nin çelik ihracatı %9,6 oranında artarak 19,4 milyon ton seviyesine yükselmiştir. Bu artışta, enerji maliyetlerindeki düşüşün Türk üreticilerin uluslararası pazarlarda rekabet gücünü kısmen geri kazandırması ve Avrupa pazarında talebin toparlanması etkili olmuştur.

Kaynak: KPMG Çelik Sektörel Bakış 2024 Raporu

İhracat performansında en dikkat çekici artış İtalya pazarında gerçekleşmiş; Türkiye'nin bu ülkeye gerçekleştirdiği çelik ihracatı 2023'teki 477 milyon ABD Doları seviyesinden 2024'te 929 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Romanya ise 552 milyon ABD Dolarından 840 milyon ABD Dolarına çıkarak, Türkiye'nin çelik ihracatında en yüksek ikinci pazar konumuna yerleşmiştir.

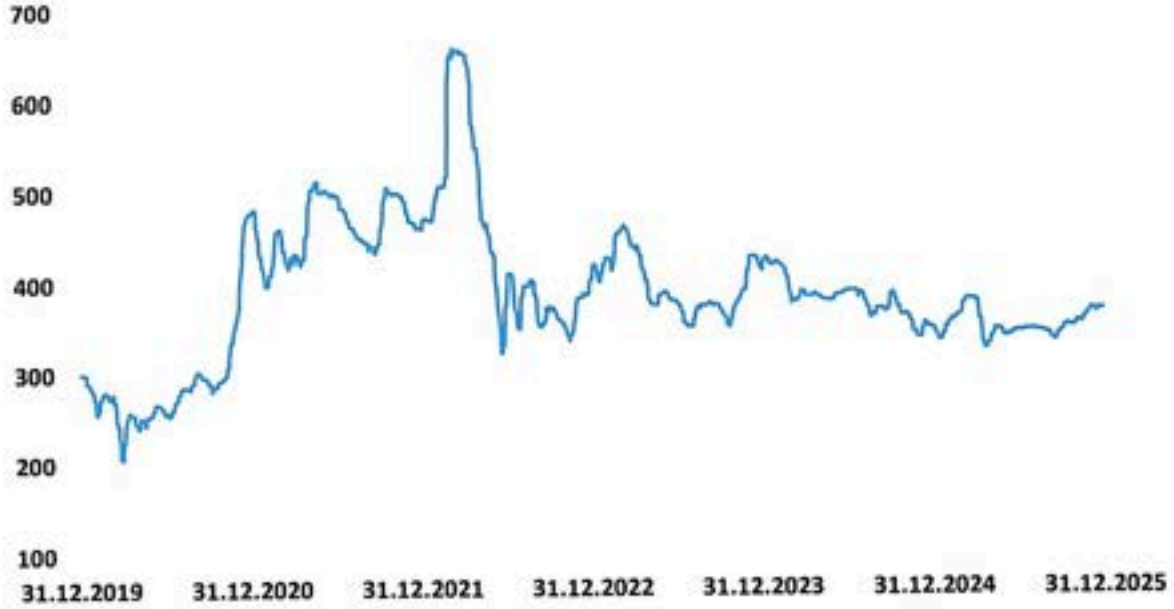
Bununla birlikte, ithalat baskısı tamamen ortadan kalkmamıştır. 2024 yılında Türkiye'nin çelik ithalatı miktar bazında %1,8 oranında artarak 17,4 milyon tona ulaşmıştır. Özellikle Malezya'dan gelen ve serbest ticaret anlaşması nedeniyle gümrük vergisine tabi olmayan ürünler ile Çin, Vietnam ve Endonezya gibi Uzak Doğu ülkelerinden yapılan ithalatta yüksek oranlı artışlar sürmüştür. Bu gelişme, yerli üreticilerin iç pazardaki pazar payını sınırlamaya devam etmiştir.



Kaynak: KPMG Çelik Sektörel Bakış 2024 Raporu

Türkiye'de Çelik Fiyatları Gelişimi

Türkiye'de ağırlıklı olarak hurdadan üretim yapan tesisler bulunmaktadır. Hurda fiyatları global arz-talebe bağlı olarak değişmektedir. Hurda fiyatlarındaki değişim çelik fiyatlarını değiştirmektedir. Aşağıdaki grafikte, Bloomberg Terminali'nde Turkey Steel Scrap HMS ½ 80:20 CFR kodu ile izlenen Türkiye'deki hurda fiyatlarının metrik ton başına ABD Doları cinsinden fiyat gelişimi gösterilmiştir.



Kaynak: Bloomberg Terminali

4. Finansal Veriler

4.1. Bilanço

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 2023, 2024, 2025 ve 31.03.2026 yıllarına ilişkin konsolide finansal durum tabloları ile gelir tablolarından seçilen önemli finansal kalemlere aşağıdaki tablolarda yer verilmiştir.

VARLIKLAR (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Dönen Varlıklar	**5.370.329.261**	**7.218.326.368**	**8.857.812.545**	**9.821.617.253**
Nakit ve Nakit Benzerleri	108.700.171	253.550.452	175.816.816	46.182.467
Finansal Yatırımlar				
- GÜD Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar	280.664	7.016.763	--	--
Ticari Alacaklar				
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.578.859	93.263.476	71.923.259	62.057.086
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	994.207.879	1.061.630.403	1.206.932.092	1.142.138.997
Diğer Alacaklar				
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	474.043	6.235	20.246.607	11.481.409
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	12.110.816	487.591.563	47.695.877	73.507.199
Stoklar	4.009.276.017	4.987.518.650	7.109.741.678	7.688.049.728
Peşin Ödenmiş Giderler				
- İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	46.119.533	54.986.248	--	--
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	196.395.155	271.221.982	219.650.195	791.681.732
Diğer Dönen Varlıklar	1.186.124	1.540.596	5.806.021	6.518.635
Duran Varlıklar	**11.732.517.010**	**14.737.679.830**	**19.381.687.835**	**21.049.166.381**
Diğer Alacaklar				
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	--	--	171.249.079	168.318.224
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.733.351	1.763.349	1.721.284	1.722.391
Maddi Duran Varlıklar	11.239.117.294	14.415.083.323	18.616.244.220	20.319.560.086
Maddi Olmayan Duran Varlıklar				
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.763.100	19.058.306	36.582.602	100.555.257
Peşin Ödenmiş Giderler				
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	42.306.079	23.223.074	255.614.312	77.785.424
Ertelenmiş Vergi Varlığı	446.597.186	278.551.778	300.276.338	381.224.999
TOPLAM VARLIKLAR	**17.102.846.271**	**21.956.006.198**	**28.239.500.380**	**30.870.783.634**

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**5.207.901.931**	**7.125.287.341**	**10.123.837.664**	**10.288.515.547**
Kısa Vadeli Borçlanmalar				
- Banka Kredileri	2.263.478.050	2.035.774.752	3.960.306.142	3.881.576.963
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	84.532.034	79.804.268	144.273.640	141.219.200
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	453.530.011	2.339.969.489	2.233.949.932	1.955.869.520
Ticari Borçlar				
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	139.492.098	180.302.496	46.314.402	238.961.946
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	1.574.890.201	1.810.766.537	2.806.571.026	2.439.989.894
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	59.879.748	97.392.966	116.645.796	173.230.676
Diğer Borçlar				
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	11.026	--	--	345.577
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	5.000.000	--	45.688	--
Ertelenmiş Gelirler	579.704.801	482.090.883	724.258.120	1.319.686.113
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	15.456.709	45.098.305	30.975.905	14.480.306
Kısa Vadeli Karşılıkları				
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	5.701.778	24.710.353	27.475.071	34.254.178
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.661.717	14.294.601	20.779.350	16.322.404

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.563.758	15.082.691	12.242.592	72.578.770
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**5.005.127.359**	**6.311.399.787**	**7.723.068.808**	**8.895.519.472**
Uzun Vadeli Borçlanmalar				
- Banka Kredileri	3.266.254.196	4.848.847.720	5.986.927.739	6.155.136.026
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	266.452.804	212.416.435	438.238.845	634.739.877
Ticari Borçlar				
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	1.436.639.129	1.223.914.290	1.252.258.815	2.045.738.813
Uzun vadeli karşılıklar				
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	35.781.230	26.221.342	45.643.409	59.904.756
OZKAYNAKLAR	**6.889.816.981**	**8.519.319.070**	**10.392.593.908**	**11.686.748.615**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	**6.889.816.981**	**8.519.319.070**	**10.392.593.908**	**11.686.748.615**
Ödenmiş Sermaye	703.320.996	720.000.000	720.000.000	720.000.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	--	7.147.537	7.147.537	7.147.537
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak				
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları	(3.039.325)	(42.204.130)	(34.108.720)	(42.204.130)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak				
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
- Yabancı Para Çevirim Farkları	3.128.521.618	5.645.744.407	4.385.468.624	5.645.744.407
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	55.044.764	108.739.089	101.983.388	108.739.089
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	1.556.273.806	5.212.103.079	4.179.315.187	5.212.103.079
Net Dönem Karı/Zararı	1.449.695.122	35.218.633	1.032.787.892	35.218.633
TOPLAM KAYNAKLAR	**17.102.846.271**	**30.870.783.634**	**28.239.500.380**	**30.870.783.634**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıklarının başlıca unsurları stoklar, ticari alacaklar, diğer alacaklar ve peşin ödenmiş giderlerden oluşmaktadır. 31.03.2026 tarihi itibarıyla dönen varlıkların %78,28'i stoklardan (31.12.2025:%80,27, 31.12.2024: %69,10, 31.12.2023: %74,66), %12,26'sı ticari alacaklardan (31.12.2025:%14,44, 31.12.2024: %16,00, 31.12.2023: %18,54), %0,87'si diğer alacaklardan (31.12.2025:%0,77, 31.12.2024: %6,75, 31.12.2023: %0,23), %8,06'sı peşin ödenmiş giderlerden (31.12.2025: %2,48, 31.12.2024: %4,52, 31.12.2023: %4,52) oluşmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri:

Şirket'in 2023 yılı dönem sonu itibarıyla 108.700.171 TL olan nakit ve nakit benzerleri 2024 yılında %133 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 253.550.452 TL olarak, 2025 yılında ise %31 oranında azalarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 175.816.816 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in nakit ve nakit benzerleri %74 oranında azalarak 46.182.467 TL olarak gerçekleşmiştir.

2024 yılında nakit ve nakit benzerlerinde meydana gelen artışın başlıca nedeni banka kredilerinden kaynaklanan nakit girişleri olurken, 2025 yılında maddi duran varlık alımı kaynaklı yatırım faaliyetlerinden nakit çıkışlarının etkisiyle nakit ve nakit benzerlerinde 2024 yılsonuna kıyasla 77.733.636 TL azalma meydana gelmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in nakit ve nakit benzerleri maddi duran varlık alımı kaynaklı nakit çıkışları ile borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışları kapsamında 2025 yılsonuna kıyasla 129.634.349 TL azalmıştır.

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri ağırlıklı olarak vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır. 31.03.2026 tarihi itibarıyla Şirket'in nakit ve nakit benzerlerinin 41.667.054 TL tutarındaki kısmı vadesiz mevduatlardan oluşmakta olup, Şirket'in mevduatlarının para birimi cinsinden kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
TL	59.616.215	74.606.507	78.968.764	6.630.059
USD	45.430.333	180.094.931	92.928.047	31.103.926
EURO	3.796.773	1.293.899	1.488.514	3.690.048
GBP	--	477.067	879.135	242.007
CHF	15	809	990	1.014
Toplam	**108.843.336**	**256.473.213**	**174.265.450**	**41.667.054**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Ticari Alacaklar:
Şirket'in 2023 yılında 995.786.738 TL olan ticari alacakları 2024 yılında %16 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 1.154.893.879 TL olarak, 2025 yılında ise %11 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 1.278.855.351 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in artan ticari faaliyetleri kapsamında ticari alacaklarında artış meydana gelmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in ticari alacakları 2025 yılsonuna kıyasla %6 oranında azalarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 1.204.196.083 TL olarak gerçekleşmiştir.
Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla ticari alacaklarının 1.142.138.997 TL tutarındaki kısmı ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardan, 62.057.086 TL tutarındaki kısmı ilişkili taraflardan ticari alacaklardan oluşmakta olup, ilişkili taraflardan ticari alacakların büyük bölümü Şirket'in ilişkili tarafı Karel Tel Sanayi A.Ş.'den olan alacaklarından oluşmaktadır.
Şirket'in ticari alacaklarını ortalama tahsil süresi 2023 yılında 15 gün olarak gerçekleşirken, 2024 ve 2025 yıllarında 20 gün olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in ticari alacaklarını ortalama tahsil süresi 15 gün olarak gerçekleşmiştir.

Diğer Alacaklar:
Şirket'in 2023 yılında 12.584.859 TL olan diğer alacakları 2024 yılında 487.597.798 TL, 2025 yılında 67.942.484 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in diğer alacakları 2025 yılsonuna kıyasla %25 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 84.988.608 TL olarak gerçekleşmiştir.
2024 yılında diğer alacaklarda meydana gelen önemli büyüklükteki artışın başlıca sebebi Şirket'in Bitlis Ahlat Erkizan'da yer alan GES arsasının, 30.12.2024 tarihinde yapılan sözleşme ile YEO Teknoloji Enerji ve Endüstri A.Ş.'ye 13.101.750 ABD Doları karşılığında satılması sonucunda oluşmuştur.

Stoklar:
Şirket'in 2023 yılında 4.009.276.017 TL olan stokları 2024 yılında %24 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 4.987.518.650 TL olarak, 2025 yılında ise Şirket'in stokları 2024 yılsonuna kıyasla %43 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 7.109.741.678 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in stokları 2025 yılsonuna kıyasla %8 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 7.688.049.728 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla stoklarda meydana gelen artışların başlıca nedeni Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi'nin 2022 yılında Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi'nin ise 2023 yılında faaliyete başlaması ile kütük demir, filmaşin ve inşaat demiri üretiminde meydana gelen artıştır.
İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla stokların kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Stoklar (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlk madde ve malzemeler	1.134.846.702	909.444.085	1.334.292.692	1.024.258.072
Yoldaki Stoklar	184.047.479	261.455.476	318.878.951	60.764.409
Mamuller	2.670.220.211	3.755.595.511	4.730.050.239	5.490.936.286
Ticari mallar	12.571.515	53.101.048	723.012.533	1.104.571.372
Diğer stoklar	7.590.110	7.922.530	3.507.263	7.519.589
Toplam	4.009.276.017	4.987.518.650	7.109.741.678	7.688.049.728

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Şirket'in ortalama stok tutma süresi 2023 yılında 70 gün, 2024 yılında 90 gün, 2025 yılında ve 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde 110 gün olarak gerçekleşmiştir.

Peşin Ödenmiş Giderler:
Şirket'in 2023 yılında 242.514.688 TL olan kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri 2024 yılında %35 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 326.208.230 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde peşin ödenmiş giderlerde meydana gelen artışın başlıca unsuru yurt içi ve yurt dışından sağlanan stoklar ve malzemelere ilişkin verilen avansların fiyat ve miktar artışlarıdır. 2025 yılında Şirket'in peşin ödenmiş giderleri 2024 yılsonuna kıyasla %33 oranında azalarak 31.12.2025 tarihi

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş

itibarıyla 219.650.195 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in peşin ödenmiş giderleri 2025 yılsonuna kıyasla %260 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 791.681.732 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket hammadde alımlarını genellikle yurt dışından sağlamakta olup, demir çelik sektöründe genellikle peşin ödeme ve avans usulü yöntemi ile mal ve hizmet tedariki yapılması sebebiyle Şirket'in verilen sipariş avansları önemli tutarlarda gerçekleşmektedir.

Duran Varlıklar
Şirket'in 2023 yılında 11.732.517.010 TL olan duran varlıkları 2024 yılında %26 artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 14.737.679.830 TL olarak, 2025 yılında ise %32 artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 19.381.687.835 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in duran varlıkları 2025 yılsonuna kıyasla %9 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 21.049.166.381 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in duran varlıklarının başlıca unsuru maddi duran varlıklardan oluşmakta olup, 31.03.2026 tarihi itibarıyla duran varlıkların %96,53'ü maddi duran varlıklardan (31.12.2025: %96,05, 31.12.2024: %97,81, 31.12.2023: %95,79) oluşmaktadır.

Maddi Duran Varlıklar:
Şirket'in 2023 yılında 11.239.117.294 TL olan maddi duran varlıkları 2024 yılında %28 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 14.415.083.323 TL olarak, 2025 yılında ise %29 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 18.616.244.220 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in maddi duran varlıkları 2025 yılsonuna kıyasla %9 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 20.319.560.086 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla maddi duran varlıklarda meydana gelen artışın başlıca nedeni Şirket'in finansal tablolarında fonksiyonel para biriminin ABD Doları, sunum para biriminin ise Türk Lirası olması kapsamında oluşan yabancı para çevrim farkları olmuştur.

Şirket'in maddi duran varlıklarının başlıca unsuru tesis makine ve cihazlardan oluşmakta olup, izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla maddi duran varlıkların kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Net Defter Değeri (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Arazi ve Arsalar	955.868.746	1.158.046.825	1.419.195.174	1.470.985.038
Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	236.070.225	278.368.120	334.099.286	354.925.598
Binalar	1.494.320.831	1.758.030.408	2.220.597.685	2.360.723.594
Tesis, Makine ve Cihazlar	7.669.342.515	9.116.189.577	11.543.886.058	12.939.782.313
Taşıtlar	110.526.605	124.352.866	176.964.138	193.594.389
Demirbaşlar	16.959.611	27.855.889	44.025.413	46.370.173
Diğer Maddi Duran Varlıklar	2.921.005	3.401.620	3.874.108	3.946.014
Yapılmakta Olan Yatırımlar	753.107.756	1.948.838.018	2.873.602.358	2.949.232.967
Toplam	**11.239.117.294**	**14.415.083.323**	**18.616.244.220**	**20.319.560.086**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Maddi Olmayan Duran Varlıklar:
Şirket'in 2023 yılında 2.763.100 TL olan maddi olmayan duran varlıkları 2024 yılında 19.058.306 TL olarak, 2025 yılında ise 36.582.062 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları 2025 yılsonuna kıyasla %175 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 100.555.257 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla maddi olmayan duran varlıklarının dağılımı aşağıdaki gibidir.

Net Defter Değeri (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Haklar	2.716.912	19.008.324	36.582.602	40.792.024
Geliştirme Giderleri	-	-	-	59.043.217
Yazılım ve Programlar	46.188	49.982	711.410	720.016
Net kayıtlı değeri	**2.763.100**	**19.058.306**	**36.582.602**	**100.555.257**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları arasında yer alan haklar microsoft ve windows lisansları, muhasebe programı lisansları, antivirüs programı lisanları, üretim makinaları yazılım lisanları; kantar yazılım lisanlarından oluşmaktadır.

Ertelenmiş Vergi Varlığı:
Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla ertelenmiş vergi varlığı 446.597.186 TL olarak gerçekleşmiş, 2024 yılında Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı 2023 yıl sonuna kıyasla %38 oranında azalarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 278.551.778 TL olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı 2024 yılsonuna kıyasla %8 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 300.276.338 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı 2025 yılsonuna kıyasla %27 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 381.224.999 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in ertelenmiş vergi varlığındaki değişimler başlıca aktifleştirilen giderler ve indirilebilir vergi avantajlarından kaynaklanmaktadır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler
Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla 5.207.901.931 TL olan kısa vadeli yükümlülükleri 2024 yılında %37 artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 7.125.287.341 TL olarak, 2025 yılında %42 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 10.123.837.664 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 2025 yılsonuna kıyasla %2 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 10.288.515.547 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin başlıca unsurları kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar, ve ertelenmiş gelirlerden oluşmaktadır. 31.03.2026 tarihi itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerinin %39,09'u kısa vadeli borçlanmalardan (31.12.2025: %40,54, 31.12.2024: %29,69, 31.12.2023: %45,09), %19,01'i uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarından (31.12.2025: %22,07, 31.12.2024: %32,84, 31.12.2023: %8,71), %26,04'ü ticari borçlardan (31.12.2025: %28,18, 31.12.2024: %27,94, 31.12.2023: %32,92), %12,83'ü ertelenmiş gelirlerden (31.12.2025: %7,15, 31.12.2024: %6,77, 31.12.2023: %11,13) oluşmaktadır.

Kısa Vadeli Borçlanmalar:
Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları 31.12.2023 tarihi itibarıyla 2.348.010.084 TL tutarındayken, 2024 yılında %9,9 oranında azalarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 2.115.579.020 TL olarak, 2025 yılında %94,02 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 4.104.579.782 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları 2025 yılsonuna kıyasla %1,99 oranında azalarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 4.022.796.163 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları büyük ölçüde kısa vadeli banka kredilerinden oluşmakta olup, izahnamede yer alan finansal tablo dönemlerinde banka kredilerinde meydana gelen artışın başlıca nedenleri üretim tesisi yatırım kredileri ile hammadde alımını teminen işletme sermayesi ihtiyacını karşılamaya yönelik kredilerde meydana gelen artış olmuştur.

Ticari Borçlar:
Şirket'in 2023 yılında 1.714.382.299 TL olan ticari borçları 2024 yılında %16 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 1.991.069.033 TL olarak, 2025 yılında %43 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 2.852.885.428 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla ticari borçlarda meydana gelen artış hammadde alımı kapsamında gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in ticari borçları 2025 yılsonuna kıyasla %6 oranında azalarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 2.678.951.840 TL olarak gerçekleşmiştir.
Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla ticari borçlarının ortalama ödeme süresi 2023 yılında 50 gün, 2024 yılında 35 gün, 2025 yılı ve 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise 50 gün olarak gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş Gelirler:
Şirket'in 2023 yılında 579.704.801 TL olan ertelenmiş gelirleri 2024 yılında %17 oranında azalarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 482.090.883 TL olarak, 2025 yılında %50 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 724.258.120 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in ertelenmiş gelirleri 2025 yılsonuna kıyasla %82 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 1.319.686.113 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2026 tarihi itibarıyla ertelenmiş gelirlerin tamamı alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler
Şirket'in 2023 yılında 5.005.127.359 TL olan uzun vadeli yükümlülükleri 2024 yılında %26 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 6.311.399.787 TL olarak, 2025 yılında %22 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 7.723.068.808 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri 2025 yılsonuna kıyasla %15 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 6.789.875.903 TL olarak gerçekleşmiştir.

31.03.2026 tarihi itibarıyla Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri büyük ölçüde banka kredileri (31.03.2026 tarihi itibarıyla uzun vadeli yükümlülüklerin %69,19'u) ve ticari borçlardan (31.03.2026 tarihi itibarıyla uzun vadeli yükümlülüklerin %23,00'ü) oluşmaktadır.

Şirket'in 2023 yılında 3.266.254.196 TL olan uzun vadeli banka kredileri 2024 yılında %48 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 4.848.847.720 TL olarak, 2025 yılında %23 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 5.986.927.739 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in uzun vadeli banka kredileri 2025 yılsonuna kıyasla %3 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 6.155.136.026 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemlerinde uzun vadeli banka kredilerinde meydana gelen önemli büyüklükteki artışın başlıca nedenleri üretim tesisi yatırım kredileri ile hammadde alımını teminen işletme sermayesi ihtiyacını karşılamaya yönelik kredilerde meydana gelen artış olmuştur.

Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla 1.436.639.129 TL olan uzun vadeli ticari borçları 2024 yılında %15 oranında azalarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 1.223.914.290 TL olarak, 2025 yılında %2 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 1.252.258.815 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in uzun vadeli ticari borçları 2025 yılsonuna kıyasla %63 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 2.045.738.813 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2024 yılında uzun vadeli ticari borçlarında meydana gelen azalmanın başlıca nedeni uzun vadeli ticari borçların bir kısmının vadesinin 1 yılın altına inerek kısa vadeli hale gelmesi olurken, 2025 yılında Şirket'in uzun vadeli ticari borçları 2024 yılına benzer seviyede gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar
Şirket'in 2023 yılında 6.889.816.981 TL olan özkaynakları, 2024 yılında %24 oranında artarak 31.12.2024 tarihi itibarıyla 8.519.319.070 TL olarak, 2025 yılında %22 oranında artarak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 10.392.593.908 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in özkaynakları 2025 yılsonuna kıyasla %12 oranında artarak 31.03.2026 tarihi itibarıyla 11.686.748.615 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in özkaynaklarında meydana gelen artışın başlıca unsurları Şirket'in finansal tablolarında fonksiyonel para biriminin ABD Doları, sunum para biriminin ise Türk Lirası olması kapsamında oluşan yabancı para çevrim farkları, faaliyetler sonucunda elde edilen dönem net karı ile ödenmiş sermayedeki artış olmuştur.

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu kalemleri aşağıda yer almaktadır.

(TL)	01.01.-31.12.2023	01.01.-31.12.2024	01.01.-31.12.2025	01.01.-31.03.2025	01.01.-31.03.2026
KAR VEYA ZARAR KISMI					
Hasılat	12.739.656.964	20.249.965.885	22.971.910.492	6.123.614.231	6.617.483.449
Satışların Maliyeti (-)	(10.952.198.671)	(17.632.253.465)	(19.519.309.504)	(5.253.740.779)	(5.753.349.879)
BRÜT KAR (ZARAR)	**1.787.458.293**	**2.617.712.420**	**3.452.600.988**	**869.873.452**	**864.133.570**
Genel Yönetim Giderleri (-)	(124.590.629)	(192.176.631)	(240.043.095)	(49.369.671)	(78.795.078)
Pazarlama Giderleri (-)	(428.659.546)	(704.222.054)	(972.591.721)	(177.953.824)	(193.713.075)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	--	--	(59.014.359)	(8.855.352)	(4.902.143)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	94.644.485	276.909.190	732.199.402	189.919.134	418.911.718

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(61.669.768)	(267.385.908)	(474.278.103)	(287.094.290)	(499.846.544)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	**1.267.182.835**	**1.730.837.017**	**2.438.873.112**	**536.519.449**	**505.788.448**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	16.953.604	469.734.543	29.576.444	3.839.282	33.148.027
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	--	--	--	--	(179.904.114)
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	**1.284.136.439**	**2.200.571.560**	**2.468.449.556**	**540.358.731**	**538.936.475**
Finansman Gelirleri	13.603.848	57.466.837	32.612.771	7.008.252	16.925.954
Finansman Giderleri (-)	(372.456.348)	(576.610.944)	(1.421.427.073)	(339.436.985)	(583.858.473)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	**925.283.939**	**1.681.427.453**	**1.079.635.254**	**207.929.998**	**(27.996.044)**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	**524.411.183**	**(252.847.466)**	**(46.847.362)**	**2.095.632**	**63.214.677**
- Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(44.173.869)	(76.963.145)	(65.975.396)	(7.501.401)	(15.035.697)
- Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	568.585.052	(175.884.321)	19.128.034	9.597.033	78.250.374
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	**1.449.695.122**	**1.428.579.987**	**1.032.787.892**	**210.025.630**	**35.218.633**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Şirket'in gelir tablosunda yer alan kalemler incelendiğinde; Şirket'in 2023 yılında 12.739.656.964 TL olan toplam hasılatı 2024 yılında %59 oranında artarak 20.249.965.885 TL olarak, 2025 yılında %13 oranında artarak 22.971.910.492 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in hasılatı 2025 yılının aynı dönemine kıyasla %8 oranında artarak 6.617.483.449 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in hasılatında meydana gelen artışın başlıca unsurları Kardemir Çelik Aliağa Çelikhane Üretim Tesisi'nin 2022 yılında Filmaşin ve İnşaat Demiri Üretim Tesisi'nin ise 2023 yılında faaliyete başlaması ile kütük demir, filmaşin ve inşaat demiri satışlarında meydana gelen artış olmuştur.

Şirket'in hasılatı başlıca profil demir satışları, inşaat demiri satışları, kütük demir satışları, filmaşin demir satışları, tel satışları, elektrik satışları ve tufal, baca tozu, azot, oksijen, argon, hırdavat-malzeme vb satışlardan kaynaklanan diğer gelirlerden oluşmaktadır. Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla satışlarının ürün bazında tutar cinsinden kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Satış Gelirleri (TL)	2023	2024	2025	03/2025	03/2026
Profil Demir Satışları	7.664.301.411	10.352.144.567	11.639.604.017	3.846.145.145	2.611.010.814
İnşaat Demir Satışları	3.329.888.020	7.594.346.441	8.754.949.329	1.736.147.679	1.563.975.813
Filmaşin Demir Satışları	584.943.226	860.359.539	1.494.426.756	237.186.255	681.610.960
Elektrik Satışları	119.540.063	155.790.417	117.225.783	42.856.781	36.750.691
Kütük Demir Satışları	302.044.215	377.611.400	301.431.420	64.748.973	1.119.300.268
Hurda Demir Satışları	51.055.548	42.485.312	67.238.371	1.152.398	5.056.202
Tel Satışları	512.989.489	616.697.958	402.971.269	130.517.459	132.167.573

Tufal Satışları	33.488.191	35.119.647	47.600.724	8.104.515	9.733.980
Baca Tozu	55.853.870	52.139.592	89.164.848	24.208.055	24.373.705
Malzeme ve Diğer Gelirler	93.223.912	219.157.903	82.284.529	42.373.304	472.300.553
Satıştan İade ve İndirimler (-)	-7.670.981	-55.886.891	-24.986.554	-9.826.333	-38.797.110
Toplam	**12.739.656.964**	**20.249.965.885**	**22.971.910.492**	**6.123.614.231**	**6.617.483.449**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Malzeme ve diğer gelirler, kira gelirleri, hırdavat malzemeleri gibi satışlardan oluşmaktadır. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in hasılatında en yüksek paya sahip ürün grupları profil demir satışları ile inşaat demiri satışları olup, bu iki ürünün satışlarının toplam hasılat içindeki payı sırasıyla 2023 yılında %60,16 ve %26,14, 2024 yılında %51,12 ve %37,50, 2025 yılında %50,67 ve %38,11, 2025 yılının ilk 3 aylık döneminde %62,81 ve %28,35 olarak, 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise %39,46 ve %23,63 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in filmaşin ve inşaat demiri üretim tesisinin 2022 yılında test üretimlerine başlaması, 2023 yılı Mayıs ayında ise faaliyete geçmesiyle inşaat demiri satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı artış göstermektedir. Her bir ürün grubunun izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket hasılatı içindeki payı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Satış Kırılımı (TL)	2023	2024	2025	03/2025	03/2026
Profil Demir Satışları	60,16%	51,12%	50,67%	62,81%	39,46%
İnşaat Demir Satışları	26,14%	37,50%	38,11%	28,35%	23,63%
Filmaşin Demir Satışları	4,59%	4,25%	6,51%	3,87%	10,30%
Elektrik Satışları	0,94%	0,77%	0,51%	0,70%	0,56%
Kütük Demir Satışları	2,37%	1,86%	1,31%	1,06%	16,91%
Hurda Demir Satışları	0,40%	0,21%	0,29%	0,02%	0,08%
Tel Satışları	4,03%	3,05%	1,75%	2,13%	2,00%
Tufal Satışları	0,26%	0,17%	0,21%	0,13%	0,15%
Baca Tozu	0,44%	0,26%	0,39%	0,40%	0,37%
Malzeme ve Diğer Gelirler	0,73%	1,08%	0,36%	0,69%	7,14%
Satıştan İade ve İndirimler (-)	-0,06%	-0,28%	-0,11%	-0,16%	-0,59%
Toplam	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla satışların yurtiçi ve yurtdışı dağılımı dengeli bir seyir izlemekte olup, satışların yurtiçi-yurtdışı dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

SATIŞ GELİRLERİ (TL)	2023	2024	2025	03/2025	03/2026
Yurtiçi Satışlar	6.797.815.834	12.000.449.822	14.197.433.402	3.049.462.522	2.792.209.174
Yurtdışı Satışlar	5.824.695.669	8.241.252.651	8.696.638.980	3.063.404.701	3.815.552.880
Diğer Satışlar	124.816.442	64.150.303	102.824.664	20.573.341	48.518.505

Satıştan İade ve İndirimler (-)	-7.670.981	-55.886.891	-24.986.554	-9.826.333	-38.797.110
Net satışlar	**12.739.656.964**	**20.249.965.885**	**22.971.910.492**	**6.123.614.231**	**6.617.483.449**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2023 yılında 10.952.198.671 TL olan satışların maliyeti, 2024 yılında %61 oranında artarak 17.632.253.465 TL olarak, 2025 yılında ise %11 oranında artarak 19.519.309.504 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise satışların maliyeti 2025 yılının aynı dönemine kıyasla %10 oranında artarak 5.753.349.879 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılında Ülkemizde yaşanan enflasyonist ortam sebebiyle işçilik ve enerji giderlerindeki artış sonucunda satışların maliyeti oransal olarak hasılattaki artıştan daha yüksek bir oranda artmıştır. Şirket'in satışlarının büyük bölümünün üretimden satışlar şeklinde gerçekleşmesi sebebiyle satışların maliyetinin büyük bölümü (31.12.2025: %95,84, 31.12.2024:%91,78, 31.12.2023:%88,29) satılan mamul maliyetinden oluşmaktadır.

Bu kapsamda, Şirket'in 2023 yılında 1.787.458.293 TL olan brüt karı 2024 yılında %46 oranında artarak 2.617.712.420 TL, 2025 yılında ise %32 oranında artarak 3.452.600.988 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in brüt karı 2025 yılının aynı dönemine kıyasla %1 oranında azalarak 864.133.570 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla brüt kar marjı 2023 yılında %14, 2024 yılında %13, 2025 yılında %15, 2025 yılının ilk 3 aylık döneminde %14, 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde %13 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2023 yılında 124.590.629 TL olan genel yönetim giderleri 2024 yılında %54 oranında artarak 192.176.631 TL, 2025 yılında ise %25 oranında artarak 240.043.095 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in genel yönetim giderleri 2025 yılının aynı dönemine kıyasla %60 oranında artarak 78.795.078 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in genel yönetim giderlerinin en önemli unsuru personel giderleri olmuştur. Bu kapsamda, personel giderlerinin genel yönetim giderleri içindeki payı 2023 yılında %43, 2024 yılında %59, 2025 yılında %44, 2025 yılının ilk 3 aylık döneminde %54, 2026 yılının ilk 3 aylık döneminde %43 olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in genel yönetim giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Genel Yönetim Giderleri (TL)	01.01.- 31.12.2023	01.01.- 31.12.2024	01.01.- 31.12.2025	01.01.- 31.03.2025	01.01.- 31.03.2026
Personel Giderleri (-)	(54.010.558)	(113.138.469)	(106.384.414)	(26.760.217)	(33.887.776)
Temsil ve Ağırlama Giderleri (-)	(3.336.290)	(3.766.000)	(26.277.806)	(3.530.454)	(3.089.609)
Vergi Resim ve Harç Giderleri (-)	(23.771.012)	(2.399.860)	(18.446.918)	(1.020.158)	(540.532)
Danışmanlık Giderleri (-)	(6.404.747)	(13.395.403)	(18.019.997)	(1.706.744)	(13.919.489)
Nakliye ve Kargo Giderleri (-)	(654.043)	(2.152.580)	(12.287.586)	(3.094.377)	(746.279)
İdari Bina, Yemekhane ve Bakım Giderleri (-)	(8.306.256)	(12.372.675)	(11.220.867)	(14.828)	(65.022)
Mahkeme ve Dava Giderleri (-)	--	(13.206.377)	(9.973.932)	(636.616)	(1.458.126)
Taşıt ve Akaryakıt Giderleri (-)	(4.494.798)	(5.618.330)	(7.654.559)	(2.473.338)	(3.750.520)
Sigorta Giderleri (-)	(2.475.729)	(3.500.490)	(6.758.322)	(354.997)	(1.962.312)
Bilgi İşlem ve Haberleşme Giderleri (-)	(6.093.860)	(7.210.626)	(6.267.905)	(1.595.055)	(702.305)
Seyahat ve Konaklama Giderleri (-)	(5.857.011)	(6.039.247)	(3.551.349)	(146.346)	(533.385)
Amortisman Giderleri (-)	(899.273)	(1.289.827)	(3.136.773)	(5.408.691)	(9.410.097)
Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri (-)	(3.034.259)	(5.159.492)	(2.845.204)	(213.979)	(3.320.857)
Abonelik ve Aidat Giderleri (-)	(49.153)	(14.412)	(1.166.430)	(1.047.099)	(1.131.793)
Noter ve Tescil Giderleri (-)	(2.966.815)	(1.914.990)	(198.611)	(621.776)	(2.012.866)
Diğer Giderler (-)	(2.236.825)	(997.853)	(5.852.422)	(744.996)	(2.264.110)
TOPLAM	**(124.590.629)**	**(192.176.631)**	**(240.043.095)**	**(49.369.671)**	**(78.795.078)**

Kaynak: Özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar

Şirket'in 2023 yılında 428.659.546 TL olan pazarlama giderleri 2024 yılında %64 oranında artarak 704.222.054 TL, 2025 yılında ise %38 oranında artarak 972.591.721 TL olarak gerçekleşmiştir. 2026

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş

yılının ilk 3 aylık döneminde ise Şirket'in pazarlama giderleri 2025 yılının aynı dönemine kıyasla %9 oranında artarak 193.713.075 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in pazarlama giderlerinin başlıca unsuru gümrük, ardiye ve navlun giderlerinden oluşmaktadır.
Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla pazarlama giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

rlama Giderleri (TL)	01.01.-31.12.2023	01.01.-31.12.2024	01.01.-31.12.2025	01.01.-31.03.2025	01.01.-31.03.2026
rük, Ardiye ve Navlun Giderleri (-)	(313.585.687)	(545.431.452)	(509.970.969)	(6.245.069)	(8.000.128)
isyon Giderleri (-)	(64.486.862)	(73.167.403)	(250.035.196)	(6.487.773)	(20.206.064)
iye ve Kargo Giderleri (-)	(32.286.270)	(54.875.185)	(112.936.906)	(24.393.269)	(29.794.842)
şmanlık Giderleri (-)	(2.533.876)	(4.470.403)	(56.671.955)	(723.453)	(717.296)
onel Giderleri (-)	(1.455.123)	(9.200.573)	(29.200.349)	(18.195.442)	(2.979.044)
am, Fuar ve Promosyon Giderleri (-)	(5.807.278)	(9.469.860)	(10.110.665)	(121.200.428)	(130.821.674)
r Giderler (-)	(8.504.450)	(7.607.178)	(3.665.681)	(708.390)	(1.194.027)
lam	**(428.659.546)**	**(704.222.054)**	**(972.591.721)**	**(177.953.824)**	**(193.713.075)**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Finansal Analiz

Likidite Oranları:
İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçmek, likidite riskini değerlendirmek ve net çalışma sermayesinin yeterliliğini ölçmek için kullanılan oranlardır. Cari Oran, şirket dönen varlıklarının şirketin kısa vadeli yükümlülükleri olan cari pasiflerini ne ölçüde karşıladığını göstermektedir. Asit-Test Oranı stokların dönen varlıklara dahil edilmemesi durumunda kısa vadeli borçların ödenebilirliğini göstermektedir. Şirket'in cari oranı 2023 yıl sonu itibarıyla 1,03x, 2024 yıl sonu itibarıyla 1,01x, 31.12.2025 yıl sonu itibarıyla 0,87x ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla 0,95x seviyesinde oluşmuştur. Şirket'in asit-test oranı 2023 yılında 0,26x, 2024 yılında 0,31x, 2025 yılında 0,17x ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla 0,21x seviyesinde gerçekleşmiştir.

Likidite Oranları				
Oranlar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,03	1,01	0,87	0,95
Asit-Test Oranı (Dönen Varlıklar- Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,26	0,31	0,17	0,21
Stoklar/Toplam Varlıklar	0,23	0,23	0,25	0,25

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

Finansal (Mali) Yapı Oranları (Kaldıraç Oranları):
İşletmenin kaynak yapısını ve uzun vadeli borç ödeme gücünü, finansmanda yabancı kaynaklardan yararlanma derecesini gösteren oranlardır. Bilindiği üzere borcun maliyeti varlık karlılığının altında olduğu müddetçe borcun kaldıraç etkisi olumlu olarak değerlendirilir. Toplam Borç / Toplam Varlıklar Oranı toplam borcun toplam varlıklara bölünmesiyle bulunup, varlık toplamının ne kadarının borç ile finanse edildiğini göstermektedir.Kardemir Çelik için ilgili oran 2023 yıl sonu itibarıyla 0,60x, 2024 yıl sonu itibarıyla 0,61x, 2025 yıl sonu itibarıyla 0,63x ve 31.03.2026 itibarıyla 0,62x seviyelerinde oluşmuştur. Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar oranı 2023 yıl sonu itibarıyla 0,30x, 2024 yıl sonu itibarıyla 0,32x, , 2025 yıl sonu itibarıyla 0,36x ve 31.03.2026 yıl sonu itibarıyla 0,33x olarak oluşmuştur. Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar oranı 2023 yıl sonu itibarıyla 0,29x, 2024 yıl sonu itibarıyla 0,29x, , 2025 yıl sonu itibarıyla 0,27x ve 31.03.2026 yıl sonu itibarıyla 0,29x olarak oluşmuştur. Özkaynaklar / Toplam Varlıklar Oranı özsermayenin toplam varlıklara olan oranıdır. Bu oran ne kadar yüksekse şirketin iflas riski o kadar düşüktür şeklinde yorumlanmaktadır. Kardemir Çelik için ilgili oran 2023 yıl sonu itibarıyla 0,40x, 2024 yıl sonu itibarıyla 0,39x, , 2025 yıl sonu itibarıyla 0,37x ve 31.03.2026 itibarıyla 0,38x seviyelerinde oluşmuştur.

Mali Yapı Oranları				
Oranlar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kaldıraç Oranı (Toplam Borç/Toplam Varlıklar)	0,60	0,61	0,63	0,62
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,30	0,32	0,36	0,33
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,29	0,29	0,27	0,29
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,40	0,39	0,37	0,38

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

Karlılık Oranları:

Brüt kar marjı brüt karın net satışlara oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. İşletmenin faaliyetleri bakımından bir zarar oluşturmadan satış fiyatlarında ne kadar düşebileceğini göstermektedir. Brüt satış karı faaliyet giderleri ile finansman giderleri de dahil diğer giderleri karşılayabilecek ve şirket sahip ve/veya sahiplerine faaliyetini sürdürmeye yetecek bir kar sağlayacak seviyede olmalıdır. Kardemir Çelik brüt kar marjı 2023 yılında %14,03, 2024 yılında %12,93, 2025 yılında %15,03 ve 31.03.2026 yılı itibarıyla %13,06 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Faaliyet kar marjı işletmenin net satışlarının yüzde kaçının faaliyet karı olduğunu, yani esas faaliyetlerden ne ölçüde kar elde edildiğini göstermektedir. Kardemir Çelik faaliyet kar marjı 2023 yılında %9,95, 2024 yılında %8,55, 2025 yılında %10,62 ve 31.03.2026 itibarıyla %7,64 seviyesinde gerçekleşmiştir.

FAVÖK işletmelerin ana faaliyetlerinden elde ettiği faaliyet karına ilgili döneme ait amortisman giderlerinin eklenmesi ile elde edilen kar tutarıdır. FAVÖK benzer nitelikte bir finansal gösterge olan Faiz Vergi Öncesi Kar'ın (FVÖK) geliştirilmiş hali olarak da ifade edilebilir. Her iki finansal gösterge de şirketlerin karlılığının analizinde kullanılmakta olup, vergi ve faiz giderlerinin elimine edilerek daha objektif bir değerlendirmeye imkan sağlamaktadır. FVÖK'de vergi ve faiz giderleri dikkate alınmaz iken, FAVÖK'de ise bu giderlerin yanı sıra maddi ve maddi olmayan duran varlıklara ait amortisman giderleri de dikkate alınmamaktadır. FAVÖK, şirketlerin muhasebe ve değerleme politikalarının farklılıklarına dayalı olarak değişkenlik gösteren amortisman giderlerinin göz ardı edilmesi ile uluslararası alanda karşılaştırılabilmesini sağlamaktadır. Kardemir Çelik FAVÖK marjı 2023 yılında %11,3, 2024 yılında %9,7, 2025 yılında %10,9 ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla %10,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

FAVÖK hesaplama metoduna aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

FAVÖK Hesaplaması (TL)
A) Hasılat
B) Satışların Maliyeti(-)
C) Brüt Kar (A-B)
D) Genel yönetim giderleri (-)
E) Pazarlama giderleri (-)
F) Araştırma Giderleri (-)
G) FVÖK (C-D-E-F)
H) Amortisman Gid.
FAVÖK (G+H)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

Net kar marjı, işletmenin dönem net karının satışlara oranlanması ile hesaplanmaktadır. Kardemir Çelik net kar marjı 2023 yılında %11,38, 2024 yılında %7,05, 2025 %4,5 ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla %0,53 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yatırım karlılıkları, şirkete yatırım yapan hissedarların ve borç verenlerin yaptıkları yatırım karşılığında elde ettikleri getiri olarak tanımlanabilir. Bu noktada iki tür karlılık rakamından bahsetmek gerekecektir.

Özsermaye karlılığı: Şirketin hissedarlarının yatırımları karşılığında aldıkları getiri oranı olarak tanımlanmaktadır. Kardemir Çelik özsermaye karlılığı 2023 yılında %21,0, 2024 yılında %16,8, 2025 yılında %9,9 ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla %7,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aktif karlılığı: Şirkete yapılan yatırımın tamamının karlılığını ölçmektedir. Kardemir Çelik aktif karlılığı 2023 yılında %8,5, 2024 yılında %6,5, 2025 yılında %3,7 ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla %2,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kârlılık Oranları (TL)	2023	2024	2025	03/2026
Brüt Kar Marjı	14,0%	12,9%	15,0%	13,1%
FVÖK Marjı	9,7%	8,5%	9,5%	8,9%
FAVÖK Marjı	11,3%	9,7%	10,9%	10,2%
Net Kar Marjı	11,3%	7,1%	4,5%	0,5%
ROE	21,0%	16,8%	9,9%	7,3%
ROA	8,5%	6,5%	3,7%	2,8%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

Şirket'in borçluluk yapısını incelediğimizde toplam finansal borçları 31.03.2026 itibarıyla 12.722.359.119 TL olup, finansal borçların ağırlıklı kısmı kısa ve uzun vadeli finansal borçlardan oluşmaktadır.

Finansal Borçuluk (TL)	2023	2024	2025	03/2026
Finansal borçlar toplamı	5.880.717.084	7.176.843.175	10.529.746.366	12.768.541.586
Kısa vadeli borçlanmalar	2.348.010.084	2.115.579.020	4.104.579.782	5.978.665.683
Uzun vadeli borçlanmalar	3.532.707.000	5.061.264.155	6.425.166.584	6.789.875.903
Nakit ve nakit benzerleri	108.700.171	253.550.452	175.816.816	46.182.467
Net borç	**5.772.016.913**	**6.923.292.723**	**10.353.929.550**	**12.722.359.119**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

5. Değerleme

5.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen temel değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır. Söz konusu temel değerleme yaklaşımları aşağıda yer almaktadır.

- **Pazar Yaklaşımı:** UDS 105 madde 20.1 uyarınca pazar yaklaşımı; değerlemesi yapılan varlığın, aktif bir piyasada işlem gören aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıkların fiyatlarıyla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğinde bir değere ulaşmayı amaçlayan yaklaşımdır. Pazar yaklaşımı, sermaye piyasalarında yatırımcı davranışlarını ve piyasa algısını doğrudan yansıttığı için halka arz sürecinde güçlü bir referans noktası oluşturmaktadır. Bu nedenle, Şirket değerlemesinde pazar yaklaşımı kapsamında "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" (Çarpan Analizi) uygulanmıştır.
- **Gelir Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 40.1. maddesi uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Şirket değerlemesinde gelir yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem; Şirket'in faaliyet modeli, orta-uzun vadeli

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

büyüme dinamikleri, operasyonel kârlılığı ve nakit yaratma kabiliyetini en doğru şekilde ortaya koyduğu için tercih edilmiştir.

- **Maliyet Yaklaşımı:** UDS 105 madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı; rasyonel bir yatırımcının, aynı faydayı sağlayan bir varlığı, koşullar elverdiği sürece, o varlığın ikame maliyetinden daha yüksek bir bedelle edinmeyeceği ekonomik ilkesine dayanmaktadır. Bu kapsamda varlığın cari ikame maliyeti veya yeniden üretim maliyeti hesaplanarak; fiziksel, fonksiyonel ve ekonomik yıpranma indirimleri dikkate alınmak suretiyle gösterge niteliğinde değer elde edilir.

Şirket kuruluş aşamasında olmaması, faaliyetlerini mevcut operasyonlardan gelir yaratacak şekilde sürdürmesi ve bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi niteliğinde olmaması nedeniyle maliyet yaklaşımı değer tespitinde uygulanabilir ve anlamlı bir değer göstermemektedir. Bu nedenle yöntem değerlendirilmiş ancak nihai değerlemede kullanılmamıştır.

Şirket değerlemesi, piyasa katılımcılarının en sık kullandığı iki yaklaşım olan Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı ile yapılmıştır. Bu yapı:

- Gelir yaklaşımı ile Şirket'in içsel (operasyonel) değeri, nakit yaratma kapasitesi ve büyüme potansiyeli,
- Pazar yaklaşımı ile piyasa çarpanlarının, sektör davranışının ve yatırımcı beklentilerinin etkileri,

birlikte değerlendirilerek daha dengeli ve piyasa gerçekliğini yansıtan bir değer aralığı oluşturulmasını sağlamıştır. Her iki yöntemin sonuçları, UDS'nin "birden fazla yöntemin değerlendirilmesinin uygun olduğu durumlarda analizlerin birlikte kullanılması gerektiği" yönündeki yaklaşımıyla uyumludur.

5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İNA yöntemi kapsamında Şirket için 2026 - 2034 dönemine ait ("Projeksiyon Dönemi") nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Şirket'in fonksiyonel para biriminin ABD Doları olması nedeniyle İNA değerlemesi ABD Doları bazında yapılmıştır.

İNA çalışması kapsamında Şirket'in 2026 yılı ile 2034 yılı sonuna kadar olan döneme ilişkin ("Projeksiyon Dönemi") nakit akımları tahmin edilmiştir. Şirket'in fonksiyonel para biriminin ABD Doları olması nedeniyle, projeksiyon dönemi nakit akımları ve iskonto hesaplamaları ABD Doları bazında gerçekleştirilmiştir.

Projeksiyon döneminin 2034 yıl sonuna kadar oluşturulmasının temel nedenleri, demir-çelik sektörünün yapısal özellikleri, döngüsel iş modeli ve nakit akımlarının kısa vadede yüksek oynaklık göstermesidir. Sektör; küresel emtia fiyatlarına, kapasite kullanım oranlarına, enerji ve hammadde maliyetlerine, jeopolitik gelişmelere ve global talep koşullarına duyarlı bir karaktere sahiptir. Bu nedenle kısa dönemli finansal veriler, şirketlerin sürdürülebilir kârlılık ve nakit yaratma potansiyelini tam olarak yansıtmayabilir.

Bu kapsamda, projeksiyon döneminin 2026-2034 olarak oluşturulmasının gerekçeleri aşağıda özetlenmektedir:

- Döngüsel sektör yapısı: Demir-çelik sektörü, ekonomik genişleme ve daralma evrelerine bağlı olarak belirgin dalgalanmalar göstermekte olup, şirket performansı kısa dönemli sonuçlardan ziyade uzun vadeli eğilimler üzerinden daha sağlıklı değerlendirilebilmektedir.

- Global fiyat volatilitesi: Demir cevheri ve hurda gibi temel girdilerin fiyatları küresel piyasalarda yüksek oynaklığa sahip olduğundan, kısa süreli projeksiyonlar operasyonel gerçekliği tam olarak yansıtmayabilir. Uzun projeksiyon dönemi, fiyatların normalize olacağı varsayımsal bir denge dönemini hesaplamaya imkân tanımaktadır.

- Yatırım geri dönüş süresinin uzunluğu: Sektörde teknolojik yenileme, kapasite artırımı, bakım yatırımları gibi sermaye yoğun faaliyetlerin etkisi ancak orta-uzun vadede nakit akımlarına yansımakta olup, İNA modelinin bu etkiyi yakalayabilmesi için uzun bir projeksiyon ufku gerekmektedir.

- Talep büyümesinin kademeli seyretmesi: İnşaat, otomotiv ve makine sektörlerine bağlı nihai talep büyümesi kısa vadede sınırlı ve dalgalı seyrederken, uzun dönemde daha istikrarlı bir trend oluşturmaktadır.

Bu nedenlerle projeksiyon dönemi, sektörün yapısal yavaşlığı ve nakit akışlarının normalize olma süresinin görece uzun olması dikkate alınarak geniş bir periyot olarak belirlenmiştir. Böylelikle İNA modeli, kısa vadeli dalgalanmaların etkisinden arındırılmış, şirketin sürdürülebilir performansını daha sağlıklı yansıtan bir değerleme çerçevesi sunmaktadır.

5.1.1.1. Projeksiyonlar

5.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu

Şirket'in hasılatı ağırlıklı olarak demir-çelik üretim ve satış faaliyetlerinden kaynaklanmakta olup, faaliyet konusu gereği ürün karması oldukça geniştir. Net satış gelirleri; mamul satışları ile yardımcı yan ürün gelirlerinden oluşmaktadır. Değerleme çalışması kapsamında, her bir ürün grubuna ilişkin satış miktarları, üretim kapasitesi, kapasite kullanım oranı, ortalama birim satış fiyatları ve yan ürün gelirleri ayrıca analiz edilmiş olup, İNA modeline bu parametrelerin projeksiyonu yansıtılmıştır.

1. Mamul Satışları (Ana Operasyonel Gelir Kalemi)

İNA modeli kapsamında mamul satışları aşağıdaki alt gruplar itibarıyla sınıflandırılmıştır:

- Kütük demir satışları
- Filmaşin demir satışları
- İnşaat demiri satışları
- Profil demir satışları
- Tufal satışları
- Baca tozu satışları
- Hurda demiri satışları
- Tel satışları
- Malzeme ve diğer gelirler (oksijen, azot, karbon, argon satışları)
- Elektrik satışları (RES)

Her bir mamul grubuna ilişkin gelir projeksiyonu, ürün bazında geçmiş dönem fiyat/miktar trendleri, global metal piyasası varsayımları, sektörel büyüme dinamikleri ve Şirket'in kapasite kullanım planları dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Tufal, profil haddelerde üretim sonrası oluşan firelerden olan bir kalemdir. Baca Tozu, çelikhanede üretim esansındaki bacada oluşan tozlardan meydana gelmektedir. Hurda Demiri de üretim esnasındaki mekanik arızalar veya üretim sonrası oluşan firelerdendir. Diğer demir satışları ise saç, boru ve profil gibi ürünlerin satışlarından oluşmaktadır. Malzeme ve diğer gelirler ise oksijen, azot, karbon, argon satışlarından oluşmaktadır.

Şirket'in ticari mal satışları geçmiş dönemlerde dışarıdan tedarik edilen inşaat demiri ve filmaşin demiri satışlarını içermektedir.

Şirket'in İzmir Aliağa mevkiinde 19,7 MW gücünde Bozyaka RES (Bozyaka Rüzgâr Enerjisi Santrali) bulunmaktadır. Şirket'in net satış gelirleri içerisinde ayrıca RES satış gelirleri yer almakta olup, söz konusu satışlar da projeksiyon döneminde tahmin edilmiştir. Şirket ürettiği elektiriğin tamamını EPİAŞ'a satmakta olup, operasyonel faaliyetlerinde kullanmamaktadır. Her ne kadar RES'te üretilen

elektrik EPİAŞ'a satılmak suretiyle gelire dönüşse de, söz konusu enerji üretiminin ekonomik ve finansal amacı bağımsız bir enerji ticareti faaliyeti yürütmek değil, Şirket'in ana faaliyet konusu olan demir-çelik üretimindeki enerji maliyet yükünü azaltmak ve volatil enerji fiyatlarının kârlılık üzerindeki etkisini dengelemektir.
Kardemir Çelik'in gerçekleşmiş finansal tablo dönemleri itibarıyla ürün gamı bazında üretim kapasiteleri ve kapasite kullanım oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Kapasiteleri (Ton/Yıl)	2023	2024	2025	03/2026
Kütük Demir	1.200.000	1.200.000	1.200.000	300.000
İnşaat Demiri ve Filmaşin Demir	600.000	600.000	600.000	150.000
Profil Demir	774.000	774.000	774.000	193.500
Oksijen	310.000	310.000	310.000	77.500
Azot	30.600	30.600	30.600	7.650
Argon	2.840	2.840	2.840	710
Karbon	36.000	36.000	36.000	9.000

Kaynak: Şirket

Kapasite Kullanım Oranları (%)	2023	2024	2025	03/2026
Kütük Demir	56,9%	73,6%	72,8%	68,3%
İnşaat Demiri ve Filmaşin Demir	44,5%	65,3%	78,2%	60,2%
Profil Demir	52,8%	59,8%	57,6%	52,1%
Oksijen	13,8%	17,9%	38,5%	33,6%
Azot	39,2%	195,9%	73,9%	154,7%
Argon	45,3%	72,1%	81,0%	152,5%
Karbon	30,5%	39,7%	40,9%	28,6%

Kaynak: Şirket

Kardemir Çelik'in İNA modeli kapsamında projekte edilen ürün gamı bazında üretim kapasiteleri ve kapasite kullanım oranları tahminleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Kapasiteleri (Ton/Yıl)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kütük Demir	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000
İnşaat Demiri ve Filmaşin Demir	600.000	600.000	600.000	600.000
Profil Demir	774.000	774.000	774.000	774.000
Oksijen	310.000	310.000	310.000	310.000
Azot	30.600	30.600	30.600	30.600
Argon	2.840	2.840	2.840	2.840
Karbon	36.000	36.000	36.000	36.000

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kapasite Kullanım Oranları (%)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kütük Demir	68,3%	71,7%	75,3%	76,8%
İnşaat Demiri ve Filmaşin Demir	60,2%	68,3%	73,3%	77,2%
Profil Demir	52,1%	57,3%	60,2%	62,6%
Oksijen	33,6%	34,6%	35,6%	36,7%

Azot	77,3%	79,7%	82,0%	84,5%
Argon	76,3%	78,6%	80,9%	83,3%
Karbon	28,6%	29,4%	30,3%	31,2%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Üretim Kapasiteleri (Ton/Yıl)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kütük Demir	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000
İnşaat Demiri ve Filmaşin Demir	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
Profil Demir	774.000	774.000	774.000	774.000	774.000
Oksijen	310.000	310.000	310.000	310.000	310.000
Azot	30.600	30.600	30.600	30.600	30.601
Argon	2.840	2.840	2.840	2.840	2.840
Karbon	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kapasite Kullanım Oranları (%)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kütük Demir	78,4%	79,9%	80,7%	81,5%	82,4%
İnşaat Demiri ve Filmaşin Demir	81,4%	85,7%	90,3%	95,1%	99,9%
Profil Demir	63,8%	65,1%	66,4%	67,8%	69,1%
Oksijen	37,8%	38,1%	38,5%	38,9%	39,3%
Azot	87,0%	87,9%	88,8%	89,7%	90,6%
Argon	85,8%	86,7%	87,6%	88,4%	89,3%
Karbon	32,1%	32,5%	32,8%	33,1%	33,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik'in gerçekleşmiş finansal tablo dönemleri itibarıyla ürün gamı bazında üretim miktarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Miktarları (Ton/Yıl)	2023	2024	2025	03/2026
Kütük Demir	682.713	883.239	873.873	204.978
Filmaşin Demir	41.492	65.185	74.627	28.488
İnşaat Demiri	225.794	326.498	394.465	61.763
Profil Demir	408.525	463.074	445.830	100.830
Oksijen	42.676	55.410	119.389	26.009
Azot	11.985	15.621	22.604	11.833
Argon	1.286	2.047	2.301	1.083
Karbon	10.980	14.298	14.737	2.570

Kaynak: Şirket

Kardemir Çelik'in İNA modeli kapsamında projekte edilen ürün gamı bazında üretim miktarları tahmini aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Miktarları (Ton/Yıl)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kütük Demir	819.912	860.908	903.953	922.032
Filmaşin Demir	113.952	137.882	154.428	163.693
İnşaat Demiri	247.052	271.757	285.345	299.612
Profil Demir	403.320	443.652	465.835	484.468

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Oksijen	104.036	107.157	110.372	113.683
Azot	23.666	24.376	25.107	25.860
Argon	2.166	2.231	2.298	2.367
Karbon	10.280	10.588	10.906	11.233

Kaynak: Vakıf Yatırım

Üretim Miktarları (Ton/Yıl)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kütük Demir	940.473	959.282	968.875	978.564	988.349
Filmaşin Demir	173.515	183.926	194.961	206.659	216.992
İnşaat Demiri	314.593	330.323	346.839	364.181	382.390
Profil Demir	494.157	504.040	514.121	524.404	534.892
Oksijen	117.093	118.264	119.447	120.641	121.848
Azot	26.636	26.903	27.172	27.443	27.718
Argon	2.438	2.462	2.487	2.512	2.537
Karbon	11.570	11.686	11.803	11.921	12.040

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik'in gerçekleşmiş finansal tablo dönemleri itibarıyla mamül olarak sınıflandırılan ürünlerinin satış miktarları ve satış fiyatları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Satış Fiyatları (ABD Doları)	2023	2024	2025	03/2026
Kütük Demir	563	556	521	821
Yıllık değ.	-18,7%	-1,2%	-6,3%	57,6%
Filmaşin Demir	690	609	444	673
Yıllık değ.	-10,8%	-11,7%	-27,1%	51,7%
İnşaat Demiri	630	599	545	547
Yıllık değ.	-11,0%	-5,0%	-9,0%	0,4%
Profil Demir	739	698	697	712
Yıllık değ.	-13,9%	-5,5%	-0,1%	2,1%
Tufal	78	54	56	55
Yıllık değ.	11,2%	-30,8%	3,7%	-2,0%
Baca Tozu	187	116	139	161
Yıllık değ.	-46,5%	-38,0%	19,8%	16,6%
Hurda Demir	420	292	434	479
Yıllık değ.	-91,5%	-30,4%	48,5%	10,5%
Tel	4.413	703	6.680	6.053
Yıllık değ.	135,5%	-84,1%	849,7%	-9,4%

Kaynak: Şirket

Satış Geliri (ABD Doları)	2023	2024	2025	03/2026
Kütük Demir	12.718.615	11.518.688	7.643.095	25.683.335
Yıllık değ.	532,4%	-9,4%	-33,6%	236,0%
Filmaşin Demir	24.589.955	26.174.502	37.892.682	15.640.166

Yıllık değ.	296,3%	6,2%	45,1%	-58,7%
İnşaat Demiri	140.186.952	231.525.308	221.990.480	35.886.808
Yıllık değ.	111,6%	65,2%	-4,1%	-83,8%
Profil Demir	313.076.365	302.864.219	295.133.779	59.911.952
Yıllık değ.	-10,9%	-3,3%	-2,6%	-79,7%
Tufal	1.410.136	1.071.293	1.206.964	223.355
Yıllık değ.	80,2%	-24,0%	12,7%	-81,5%
Baca Tozu	2.351.920	1.590.470	2.260.864	559.276
Yıllık değ.	18,4%	-32,4%	42,2%	-75,3%
Hurda Demir	2.149.870	1.295.975	1.704.896	116.019
Yıllık değ.	116,5%	-39,7%	31,6%	-93,2%
Tel	147.344	103.615	9.933.521	3.032.702
Yıllık değ.	-86,1%	-29,7%	9486,9%	-69,5%
Malzeme ve Diğer Gelirler	3.778.171	6.581.595	2.086.406	10.837.354
Yıllık değ.	231,0%	74,2%	-68,3%	419,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

RES Satış Geliri	2023	2024	2025	03/2026
Toplam Kurulu Güç (MW)	19,7	19,7	19,7	19,7
Üretim Miktarı (GWh)	44,62	48,95312	43,49	17,7
Satış Miktarı (GWh)	44,62	48,95312	43,49	17,7
Kapasite Faktörü	25,9%	28,4%	25,2%	10,3%
Ortalama Birim Elektrik Satış Fiyatı (TL/MWh)	2.679	3.182	2.695	2.076
Ortalama Birim Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)	113	97	68	48
Elektrik Satış Geliri (TL)	119.540.063	155.790.417	117.225.783	36.750.691
Elektrik Satış Geliri (ABD Doları)	**5.033.647**	**4.752.243**	**2.972.377**	**843.277**

Kaynak: Şirket

Mamül Satış Gelirleri	2023	2024	2025	03/2026
Toplam Mamül Satış Geliri (ABD Doları)	505.442.975	587.417.910	582.825.063	152.734.244
Toplam Mamül Satış Geliri - RES Hariç (ABD Doları)	500.409.328	582.665.667	579.852.686	151.890.967
Toplam Mamül Satış Hacmi	740.228	922.260	973.867	212.573
Ton Başı Ortalama Mamül Satış Fiyatı (ABD Doları)	676	632	595	715

Kaynak: Şirket

Filmaşin demir, inşaat demiri ve profil demir satışları olarak sınıflandırılan ticari mal satışlarının finansal tablo dönemleri itibarıyla gerçekleşen satış miktarları ve satış fiyatları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ticari Mal Satış Miktarı (Ton/Yıl)	2023	2024	2025	03/2026
Filmaşin Demir	62	218	-	-
Yıllık değ.	-89,1%	253,1%	-	-
İnşaat Demiri	53	222	-	-
Yıllık değ.	-98,8%	316,9%	-	-
Tel	23.696	21.477	469	-
Yıllık değ.	175,5%	-9,4%	-97,8%	
Profil Demir	13.099	17.338	-	-

Yıllık değ.	52,9%	32,4%	-	-

Kaynak: Şirket

Ticari Mal Satış Fiyatları (ABD Doları)	2023	2024	2025	03/2026
Filmaşin Demir	666	596	-	
Yıllık değ.	-13,4%	-10,4%	-	
İnşaat Demiri	553	600	-	
Yıllık değ.	-23,6%	8,4%	-	
Tel	912	876	607	
Yıllık değ.	-18,9%	-3,9%	-30,7%	
Profil Demir	737	745	-	
Yıllık değ.	-12,9%	1,1%	-	

Kaynak: Şirket

Şirket'in iş modeli ve üretim yapısı dikkate alınarak hazırlanan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) modeli kapsamında mamul satış gelirleri; kütük demir, filmaşin, inşaat demiri, profil demir, tufal, baca tozu, hurda demiri, tel satışları, malzeme ve diğer gelirler ve elektrik satışları olmak üzere ürün bazında ayrıştırılmıştır. Bu sınıflandırma, hem üretim sürecinin doğasına hem de uluslararası çelik piyasasının gelir segmentasyonuna uygun bir yapı sunmaktadır.

2026-2034 projeksiyon dönemine ilişkin satış miktarı varsayımları oluşturulurken, Şirket'in tarihsel üretim performansı, mevcut kapasite kullanım oranları, ürün bazında üretim esnekliği, sektörel talep dinamikleri, nihai pazar beklentileri ve yönetim öngörüleri birlikte değerlendirilmiştir. Satış miktarı projeksiyonları oluşturulurken, her ürün grubu için tek tip büyüme oranı uygulanmamış; ürünlerin faaliyet içerisindeki stratejik önemi, üretim hattının olgunluk seviyesi, pazardaki talep görünümü ve Şirket'in ürün portföyü dönüşüm stratejisi dikkate alınarak ürün bazında farklılaştırılmış büyüme varsayımları kullanılmıştır.

Projeksiyon döneminde Şirket'in temel stratejisinin, ürün portföyünü görece düşük katma değerli ürünlerden daha yüksek katma değerli ürünlere yönlendirmek olduğu öngörülmektedir. Bu kapsamda özellikle filmaşin ürün grubunun toplam üretim ve satış içerisindeki payının kademeli olarak artacağı, buna karşılık inşaat demiri ürün grubunun ise ağırlıklı olarak üretim hattının verimli çalışmasını destekleyen tamamlayıcı ürün niteliğinde konumlanacağı değerlendirilmiştir.

Şirket'in filmaşin üretim tesisi 2023 yılında devreye alınmış olmakla birlikte, hat tam kapasite ve ürün çeşitliliğiyle ancak 2024 yılı sonu itibarıyla operasyonel hale gelmiştir. Filmaşin ürün grubunun farklı sektörlere yönelik kalite belgelendirme süreçleri, ürün çeşitliliğinin artırılması ve pazarda kabul görmesi belirli bir zaman gerektirdiğinden, ilgili ürün grubundaki kapasite artışının kademeli şekilde projeksiyonlara yansıtılması uygun görülmüştür.

Filmaşin ürün grubunun yalnızca inşaat sektörüne değil; cıvata, somun, halat, kaynak, otomotiv, yay, tarım ekipmanları, beyaz eşya, ambalaj, çelik hasır ve benzeri çok sayıda sanayi koluna girdi sağlaması nedeniyle, bu ürün grubunda daha geniş ve çeşitlendirilmiş bir talep tabanı bulunmaktadır. Bu durum, filmaşin satışlarının orta ve uzun vadede inşaat demiri ürün grubuna kıyasla daha yüksek büyüme potansiyeline sahip olmasını desteklemektedir.

Buna ek olarak, son dönemde dış ticaret mevzuatında yapılan düzenlemeler kapsamında filmaşin ithalatına yönelik koşulların sıkılaşması ve dahilde işleme rejimine ilişkin süre kısıtlamaları, yurtiçi üreticilerin rekabet avantajını artırmaktadır. Ayrıca Avrupa pazarında karbon regülasyonlarının etkisinin artmasıyla birlikte, hurda bazlı üretim yapan ve görece düşük karbon emisyonuna sahip üreticilere yönelik talebin artması beklenmektedir. Şirket'in üretim altyapısı ve ürün konumlanması dikkate alındığında, bu gelişmelerin özellikle filmaşin ürün grubunun satış hacmini destekleyeceği öngörülmektedir.

Bu kapsamda projeksiyon döneminde filmaşin, inşaat demiri ve profil demir ürün gruplarında tarihsel ortalamaların üzerinde büyüme varsayımları kullanılmış; kütük demir, tufal, baca tozu, hurda demir ve tel gibi diğer ürün gruplarında ise daha muhafazakâr büyüme oranları esas alınmıştır. Böylece

projeksiyonlar oluşturulurken hem Şirket'in stratejik dönüşüm hedefleri hem de ihtiyatlılık ilkesi birlikte dikkate alınmıştır.

Dünya Çelik Birliği (World Steel Association), OECD Steel Committee ve Türkiye Çelik Üreticileri Derneği tarafından yayımlanan uzun dönem sektör verileri incelendiğinde, küresel çelik sektöründe büyümenin istikrarlı ancak ürün ve bölge bazında farklılaşan bir yapıda ilerlediği görülmektedir.

Bu kapsamda;

• Küresel çelik tüketiminin uzun dönem reel bileşik büyüme oranının %1,5 - %2,0 bandında gerçekleştiği,
• Gelişmekte olan ülkelerde çelik talebindeki büyümenin ortalama %3 - %4 seviyelerinde seyrettiği,
• Türkiye çelik sektöründe ise ürün segmentine bağlı olarak büyüme oranlarının farklılaştığı ve özellikle katma değeri yüksek özel çelik ürünlerinde büyümenin sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşebildiği değerlendirilmektedir.

Bu doğrultuda, Şirket'in satış miktarı projeksiyonları oluşturulurken tüm ürün grupları için sabit bir büyüme oranı kullanılmamış; her bir ürün grubunun üretim kapasitesi, hedef pazarı, satış yapılan sektörler, talep dinamikleri ve ürün bazlı büyüme potansiyeli ayrı ayrı değerlendirilmiştir.
Özellikle filmaşin ürün grubunda, Şirket'in yüksek katma değerli ürünlere yönelme stratejisi, yeni üretim hattının kademeli devreye alınması, ürün çeşitliliğinin artması, kalite belgelendirme süreçlerinin tamamlanması ve yurtiçi/yurtdışı talep görünümündeki iyileşme dikkate alınarak sektör ortalamasının üzerinde büyüme öngörülmüştür.
Buna karşılık, daha olgun ürün gruplarında büyüme oranları daha muhafazakâr seviyelerde tutulmuş; yan ürün niteliğindeki kalemlerde ise üretim hacmine paralel, daha sınırlı büyüme varsayımları kullanılmıştır.
Sonuç olarak projeksiyonlar, genel sektör büyüme beklentileri ile uyumlu olmakla birlikte, Şirket'in ürün karmasındaki dönüşüm, operasyonel kapasitesi ve stratejik hedefleri dikkate alınarak ürün bazında farklılaştırılmış ve ihtiyatlı varsayımlar çerçevesinde oluşturulmuştur.
2026 yıl sonu ortalama birim satış fiyatları tahmin edilirken:

2026 yılının ilk çeyrek satış fiyatı ortalamaları ABD enflasyonu ile artırılarak esas alınmış,

- Fiyatlarda ilave nominal artış öngörülmemiştir.

Bu yaklaşım, demir-çelik piyasalarındaki yüksek volatilite, global makroekonomik belirsizlikler ve jeopolitik riskler nedeniyle ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde tercih edilmiştir.

Projeksiyon döneminin diğer yıllarında ortalama birim satış fiyatları, ABD TÜFE (Consumer Price Index - CPI) tahminleri (S&P Capital IQ ortalama ekonomist beklentileri) doğrultusunda artırılarak tahmin edilmiştir. ABD TÜFE'nin kullanılması:

- Şirket'in fonksiyonel para biriminin USD olması,
- Çelik fiyatlarının uluslararası piyasalarda USD bazında belirlenmesi,
- Enflasyon varsayımlarının uluslararası bir referans setine dayanması

gibi nedenlerle değerleme açısından teknik olarak en tutarlı yaklaşımdır.

Demir-çelik ürün fiyatları; küresel talep, hammadde fiyatları (hurda, cevher), enerji piyasası, ticaret politikaları, jeopolitik gelişmeler ve ulusal makroekonomik koşullara karşı son derece hassas bir yapıya sahiptir. Bu nedenle:

- Ürün bazında uzun vadeli fiyat tahmini belirsizliği yüksektir,
- Yıllık bazda keskin fiyat dalgalanmaları meydana gelebilmektedir,
- Bölgesel arz-talep dengesizlikleri fiyatlarda ani değişimlere yol açabilmektedir.

Bu çerçevede, projeksiyon döneminde fiyatların yalnızca ABD TÜFE kadar artırılması; fazla iyimser projeksiyon riskini bertaraf eden, ihtiyatlı, ölçülü ve UDS 105 Gelir Yaklaşımı çerçevesine uygun bir değerleme yaklaşımı olarak benimsenmiştir.

Satış Miktarları (Ton/Yıl)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kütük Demir	68.000	68.000	68.000	68.000
Yıllık değ.	363,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Filmaşin Demir	92.912	116.140	145.175	159.693
Yıllık değ.	8,8%	25,0%	25,0%	10,0%
İnşaat Demiri	262.396	314.875	377.850	396.743
Yıllık değ.	-35,6%	20,0%	20,0%	5,0%
Profil Demir	336.784	404.141	484.969	533.466
Yıllık değ.	-20,4%	20,0%	20,0%	10,0%
Tufal	16.220	17.842	19.626	21.589
Yıllık değ.	-24,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Baca Tozu	13.856	15.242	16.766	18.442
Yıllık değ.	-15,1%	10,0%	10,0%	10,0%
Hurda Demir	968	1.065	1.171	1.288
Yıllık değ.	-75,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Tel	2.004	2.104	2.209	2.320
Yıllık değ.	34,8%	5,0%	5,0%	5,0%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Satış Fiyatları (ABD Doları)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kütük Demir	845	867	881	900
Yıllık değ.	62,3%	2,5%	1,6%	2,2%
Filmaşin Demir	693	711	723	738
Yıllık değ.	56,3%	2,5%	1,6%	2,2%
İnşaat Demiri	563	578	587	600
Yıllık değ.	3,4%	2,5%	1,6%	2,2%
Profil Demir	733	751	764	780
Yıllık değ.	5,1%	2,5%	1,6%	2,2%
Tufal	57	58	59	60
Yıllık değ.	0,9%	2,5%	1,6%	2,2%
Baca Tozu	166	170	173	177
Yıllık değ.	20,0%	2,5%	1,6%	2,2%
Hurda Demir	494	506	514	526
Yıllık değ.	13,8%	2,5%	1,6%	2,2%
Tel	6.234	6.392	6.496	6.638
Yıllık değ.	-6,7%	2,5%	1,6%	2,2%

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Satış Geliri (ABD Doları)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kütük Demir	57.485.259	58.939.636	59.900.352	61.206.180
Yıllık değ.	652,1%	2,5%	1,6%	2,2%
Filmaşin Demir	64.428.101	82.572.665	104.898.249	117.903.534
Yıllık değ.	70,0%	28,2%	27,0%	12,4%
İnşaat Demiri	147.832.118	181.886.725	221.821.774	237.990.363
Yıllık değ.	-33,4%	23,0%	22,0%	7,3%
Profil Demir	246.801.297	303.654.443	370.324.813	416.237.683
Yıllık değ.	-16,4%	23,0%	22,0%	12,4%
Tufal	920.088	1.037.702	1.160.079	1.303.905
Yıllık değ.	-23,8%	12,8%	11,8%	12,4%
Baca Tozu	2.303.882	2.598.388	2.904.816	3.264.955
Yıllık değ.	1,9%	12,8%	11,8%	12,4%
Hurda Demir	477.929	539.022	602.589	677.298
Yıllık değ.	-72,0%	12,8%	11,8%	12,4%
Tel	12.492.912	13.449.432	14.352.090	15.398.214
Yıllık değ.	25,8%	7,7%	6,7%	7,3%
Malzeme ve Diğer Gelirler	21.394.279	25.872.279	31.123.176	34.244.722
Yıllık değ.	925,4%	20,9%	20,3%	10,0%

Kaynak: Vakıf Yatırım

RES Satış Geliri	2026T	2027T	2028T	2029T
Toplam Kurulu Güç (MW)	19,7	19,7	19,7	19,7
Üretim Miktarı (GWh)	47,08578	47,08578	47,08578	47,08578
Satış Miktarı (GWh)	47,08578	47,08578	47,08578	47,08578
Kapasite Faktörü	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
Ortalama Birim Elektrik Satış Fiyatı (TL/MWh)	2.387.423	2.971.509	3.551.340	4.145.529
Ortalama Birim Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)	50	51	52	53
Elektrik Satış Geliri (TL)	112.413.683.102	139.915.808.541	167.217.595.458	195.195.460.834
Elektrik Satış Geliri (ABD Doları)	**2.332.580**	**2.391.595**	**2.430.578**	**2.483.564**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Mamül Satış Gelirleri	2026T	2027T	2028T	2029T
Toplam Mamül Satış Geliri (ABD Doları)	556.468.445	672.941.887	809.518.516	890.710.420

Toplam Mamül Satış Geliri - RES Hariç (ABD Doları)	554.135.865	670.550.292	807.087.938	888.226.855
Toplam Mamül Satış Hacmi	793.140	939.409	1.115.767	1.201.541
Ton Başı Ortalama Mamül Satış Fiyatı (ABD Doları)	699	714	723	739

Kaynak: Vakıf Yatırım

Satış Miktarları (Ton/Yıl)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kütük Demir	68.000	68.000	68.000	68.000	68.000
Yıllık değ.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Filmaşin Demir	175.662	193.228	212.551	233.806	257.186
Yıllık değ.	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
İnşaat Demiri	416.580	437.409	459.279	482.243	506.355
Yıllık değ.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Profil Demir	560.139	588.146	617.553	648.431	680.853
Yıllık değ.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Tufal	23.748	26.122	28.735	31.608	34.769
Yıllık değ.	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Baca Tozu	20.287	22.315	24.547	27.001	29.702
Yıllık değ.	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Hurda Demir	1.417	1.559	1.715	1.886	2.075
Yıllık değ.	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tel	2.436	2.558	2.686	2.820	2.961
Yıllık değ.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Satış Fiyatları (ABD Doları)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kütük Demir	921	942	964	985	1007
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Filmaşin Demir	755	773	790	808	826
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
İnşaat Demiri	614	628	642	657	671
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Profil Demir	798	817	835	854	873
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Tufal	62	63	65	66	68
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Baca Tozu	181	185	190	194	198
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Hurda Demir	538	550	563	575	588
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Tel	6.790	6.948	7.105	7.265	7.427

Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Satış Geliri (ABD Doları)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kütük Demir	62.607.801	64.066.563	65.520.874	66.995.094	68.489.084
Yıllık değ.	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Filmaşin Demir	132.663.878	149.330.441	167.992.266	188.949.301	212.479.158
Yıllık değ.	12,5%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%
İnşaat Demiri	255.612.359	274.646.534	294.925.061	316.638.918	339.884.964
Yıllık değ.	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%
Profil Demir	447.058.002	480.348.177	515.814.684	553.791.540	594.448.146
Yıllık değ.	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%
Tufal	1.467.141	1.651.458	1.857.841	2.089.607	2.349.825
Yıllık değ.	12,5%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%
Baca Tozu	3.673.694	4.135.221	4.651.999	5.232.336	5.883.919
Yıllık değ.	12,5%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%
Hurda Demir	762.089	857.831	965.034	1.085.422	1.220.589
Yıllık değ.	12,5%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%
Tel	16.538.375	17.769.905	19.081.946	20.486.854	21.990.897
Yıllık değ.	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%
Malzeme ve Diğer Gelirler	36.901.967	39.800.069	42.921.305	46.300.700	49.960.739
Yıllık değ.	7,8%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%

Kaynak: Vakıf Yatırım

RES Satış Geliri	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Kurulu Güç (MW)	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Üretim Miktarı (GWh)	47,08578	47,08578	47,08578	47,08578	47,08578
Satış Miktarı (GWh)	47,08578	47,08578	47,08578	47,08578	47,08578
Kapasite Faktörü	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
Ortalama Birim Elektrik Satış Fiyatı (TL/MWh)	4.695.867	5.264.142	5.898.387	6.610.114	7.407.624
Ortalama Birim Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)	54	55	56	58	59
Elektrik Satış Geliri (TL)	221.108.577.336	247.866.209.641	277.730.140.525	311.242.358.655	348.793.732.714
Elektrik Satış Geliri (ABD Doları)	**2.540.438**	**2.599.630**	**2.658.642**	**2.718.461**	**2.779.083**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Mamül Satış Gelirleri	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Mamül Satış Geliri (ABD Doları)	959.825.745	1.035.205.828	1.116.389.651	1.204.288.233	1.299.486.405
Toplam Mamül Satış Geliri - RES Hariç (ABD Doları)	957.285.308	1.032.606.198	1.113.731.010	1.201.569.772	1.296.707.322
Toplam Mamül Satış Hacmi	1.268.268	1.339.337	1.415.065	1.495.796	1.581.901
Ton Başı Ortalama Mamül Satış Fiyatı (ABD Doları)	755	771	787	803	820

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.3. Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Satılan mamul maliyeti içerisinde en yüksek paya sahip kalem hammadde giderleri olup, hammadde giderlerinin net satışlara oranı 2023, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %53,0, %54,5 ve %54,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2026 döneminde söz konusu oranın %54,0 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Hammadde giderlerinin net satışlara oranının tarihsel dönemde istikrarlı bir seyir izlediği görülmekte olup, projeksiyon döneminde ürün karmasındaki değişim ve üretim hacmindeki artışa rağmen bu oranın genel olarak korunacağı varsayılmıştır. İlerleyen dönemlerde ise hammadde giderlerinin net satışlara oranının kademeli olarak artarak %54,5-%56,2 bandında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Enerji ve yakıt giderlerinin net satışlara oranı 2023 yılında %10,3 seviyesinde gerçekleşmiş, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %10,6 ve %10,8 seviyelerinde kaydedilmiştir. 2026 döneminde ise söz konusu oranın %7,4 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir. Enerji maliyetlerinin satışlara oranında beklenen düşüşte, enerji fiyatlarındaki normalleşmenin yanı sıra Şirket'in enerji verimliliğini artırmaya yönelik yatırımları, operasyonel optimizasyon çalışmaları ve daha yüksek katma değerli ürünlere yönelen ürün karmasının etkili olduğu değerlendirilmektedir. Projeksiyon döneminin devamında enerji ve yakıt giderlerinin net satışlara oranının kademeli olarak gerileyerek 2034 yılında %3,8 seviyesine kadar düşeceği öngörülmektedir.

İşçilik giderlerinin net satışlara oranı 2023 yılında %3,4 seviyesinde gerçekleşmiş, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %4,7 ve %5,9 seviyelerine yükselmiştir. 2026 döneminde ise bu oranın %5,2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Tarihsel dönemde gözlenen artışta ücret seviyelerindeki yükseliş ve personel maliyetlerindeki artış etkili olurken, projeksiyon döneminde ölçek ekonomisi ve operasyonel verimlilik kazanımları sayesinde söz konusu oranın kademeli olarak gerileyerek 2034 yılında %2,9 seviyesine düşeceği öngörülmektedir.

Ara malı, yarı mamul ve ekipman giderlerinin net satışlara oranı incelendiğinde, söz konusu oranın 2023 yılında %4,6, 2024 yılında %5,2 ve 2025 yılında %7,2 seviyelerinde gerçekleştiği görülmektedir. 2026 döneminde de %7,2 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülen bu kalemin, projeksiyon dönemi boyunca satışlara oranla benzer seviyelerde seyredeceği varsayılmıştır.

Bakım ve onarım giderlerinin net satışlara oranı 2023 yılında %1,7 ve 2024 yılında %2,2 seviyelerinde gerçekleşmiş olup, 2025 yılında %0,7 seviyesine gerilemiştir. 2026 döneminde ise söz konusu oranın %0,5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu görünümün bakım faaliyetlerinin dönemsel zamanlaması ve yatırım döngüsü ile ilişkili olduğu değerlendirilmektedir. Projeksiyon döneminde bakım ve onarım giderlerinin net satışlara oranının %0,5 seviyesinde istikrarlı seyretmesi öngörülmektedir.

Amortisman ve tükenme giderlerinin net satışlara oranı 2023, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %1,6, %1,2 ve %1,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2026 döneminde bu oranın %2,1 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Söz konusu artışta projeksiyon döneminde devreye alınan yatırımlar ve kapasite artırıcı harcamalar etkili olmaktadır. Projeksiyon döneminin devamında amortisman giderlerinin net satışlara oranının %2,1-%2,4 bandında seyretmesi öngörülmektedir.

Diğer üretim giderlerinin net satışlara oranı ise 2023 yılında %1,2, 2024 yılında %1,5 ve 2025 yılında %1,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2026 döneminde %0,9 seviyesinde gerçekleşmesi beklenen bu kalemin projeksiyon dönemi boyunca net satışlara oranla önemli bir dalgalanma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Öte yandan satılan ticari mal maliyetinin net satışlara oranı 2023 yılında %10,0, 2024 yılında %7,1 ve 2025 yılında %3,1 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2026 döneminde söz konusu oranın %9,9 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Bu artışta ticari mal satışlarının toplam satışlar içerisindeki payındaki yükseliş etkili olmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca bu kalemin net satışlara oranının %9,9 seviyesinde korunacağı varsayılmıştır.

Sonuç olarak Şirket'in satışların maliyetinin net satışlara oranı 2023 yılında %86,0, 2024 yılında %87,1 ve 2025 yılında %85,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2026 döneminde söz konusu oranın %87,4 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, projeksiyon döneminin devamında özellikle enerji ve işçilik giderlerindeki verimlilik kaynaklı iyileşme ile birlikte satışların maliyetinin net satışlara oranının kademeli olarak gerileyerek 2032 yılında %83,0 seviyesine kadar düşeceği, sonrasında ise sınırlı artış göstererek projeksiyon dönemi sonunda %84,1 seviyesinde dengeleneceği öngörülmektedir.

Satışların maliyeti projeksiyonu oluşturulurken; satılan mamul maliyeti (hammadde, enerji ve yakıt giderleri, işçilik giderleri, ara malı ve yarı mamul giderleri, bakım ve onarım giderleri, amortisman giderleri ve diğer üretim giderleri), satılan ticari mal maliyeti ile hizmet ve diğer satış maliyetlerinden oluşan mevcut maliyet yapısı esas alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca maliyet kalemleri oluşturulurken tarihsel gerçekleşmeler, ürün karmasındaki değişim, kapasite kullanım oranlarındaki

artış, operasyonel verimlilik kazanımları ve ilgili maliyet kalemlerine ilişkin enflasyon varsayımları birlikte dikkate alınmıştır.

Satışların maliyetine ilişkin projeksiyonlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Kardemir Çelik	2023	2024	2025	03/2026
SATIŞLARIN MALİYETİ (A+B+C)	461.180.160	537.855.669	494.931.577	132.015.690
Net Satışların %'si	86,0%	87,1%	85,0%	86,9%
A.SATILAN MAMÜL MALİYETİ	407.165.339	493.667.858	474.333.236	102.115.711
Net Satışların %'si	75,9%	79,9%	81,4%	67,3%
1-Hammade	284.477.229	336.859.013	317.242.075	70.213.519
Net Satışların %'si	53,0%	54,5%	54,5%	46,2%
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	55.236.631	65.374.752	62.903.341	10.210.812
Net Satışların %'si	10,3%	10,6%	10,8%	6,7%
3.İşçilik Giderleri	18.042.512	28.836.394	34.194.242	6.906.428
Net Satışların %'si	3,4%	4,7%	5,9%	4,5%
4.Ara Malı, Yarı Mamul & Ekipman Gid.	24.816.587	32.412.510	42.027.443	10.944.699
Net Satışların %'si	4,6%	5,2%	7,2%	7,2%
5.Bakım, Onarım Giderleri	9.290.118	13.649.771	4.023.719	514.358
Net Satışların %'si	1,7%	2,2%	0,7%	0,3%
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	8.630.903	7.556.285	7.995.516	2.020.027
Net Satışların %'si	1,6%	1,2%	1,4%	1,3%
7.Diğer Üretim Giderleri	6.671.359	8.979.133	5.946.901	1.305.868
Net Satışların %'si	1,2%	1,5%	1,0%	0,9%
B.SATILAN TİCARİ MAL MALİYETİ	53.827.017	44.150.054	18.217.505	29.097.026
Net Satışların %'si	10,0%	7,1%	3,1%	19,2%
C.HİZMET VE DİĞER SM	187.804	37.757	2.380.835	802.953
-Diğer Satışların %'si	1,9%	0,4%	13,8%	5,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik	2026T	2027T	2028T	2029T
SATIŞLARIN MALİYETİ (A+B+C)	485.832.850	578.674.644	682.568.072	746.419.573
Net Satışların %'si	87,4%	86,1%	84,4%	83,9%
A.SATILAN MAMÜL MALİYETİ	428.977.613	510.024.724	600.102.882	655.698.645
Net Satışların %'si	77,2%	75,9%	74,2%	73,7%
1-Hammade	299.922.122	366.325.283	440.672.672	484.870.615
Net Satışların %'si	54,0%	54,5%	54,5%	54,5%
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	40.929.499	42.131.633	42.944.248	43.963.622
Net Satışların %'si	7,4%	6,3%	5,3%	4,9%
3.İşçilik Giderleri	28.980.545	29.984.129	30.747.653	31.698.726
Net Satışların %'si	5,2%	4,5%	3,8%	3,6%
4.Ara Malı, Yarı Mamul & Ekipman Gid.	39.875.666	48.221.972	58.008.841	63.826.927
Net Satışların %'si	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
5.Bakım, Onarım Giderleri	2.857.878	3.456.056	4.157.478	4.574.459

Net Satışların %'si	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	11.654.135	14.152.042	16.650.660	19.148.782
Net Satışların %'si	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%
7.Diğer Üretim Giderleri	4.757.768	5.753.609	6.921.330	7.615.515
Net Satışların %'si	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
B.SATILAN TİCARİ MAL MALİYETİ	54.830.250	66.306.674	79.763.916	87.763.961
Net Satışların %'si	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
C.HİZMET VE DİĞER SM	2.024.987	2.343.247	2.701.274	2.956.967
-Diğer Satışların %'si	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
SATIŞLARIN MALİYETİ (A+B+C)	801.581.926	861.418.527	925.499.674	1.007.649.802	1.091.120.115
Net Satışların %'si	83,6%	83,3%	83,0%	83,8%	84,1%
A.SATILAN MAMÜL MALİYETİ	703.810.935	755.957.724	811.756.062	884.937.346	958.692.942
Net Satışların %'si	73,4%	73,1%	72,8%	73,6%	73,9%
1-Hammade	522.494.504	563.528.701	607.722.246	668.682.484	729.550.492
Net Satışların %'si	54,5%	54,5%	54,5%	55,6%	56,2%
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	45.042.348	46.167.711	47.278.936	48.409.359	49.559.157
Net Satışların %'si	4,7%	4,5%	4,2%	4,0%	3,8%
3.İşçilik Giderleri	32.711.830	33.767.910	34.835.008	35.926.125	37.041.460
Net Satışların %'si	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%
4.Ara Malı, Yarı Mamul & Ekipman Gid.	68.779.624	74.181.244	79.998.751	86.297.427	93.119.180
Net Satışların %'si	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
5.Bakım, Onarım Giderleri	4.929.417	5.316.550	5.733.489	6.184.913	6.673.826
Net Satışların %'si	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	21.646.765	24.144.667	26.642.574	29.140.453	31.638.304
Net Satışların %'si	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
7.Diğer Üretim Giderleri	8.206.447	8.850.941	9.545.058	10.296.585	11.110.523
Net Satışların %'si	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
B.SATILAN TİCARİ MAL MALİYETİ	94.574.070	102.001.461	110.000.709	118.661.580	128.041.698
Net Satışların %'si	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
C.HİZMET VE DİĞER SM	3.196.921	3.459.342	3.742.903	4.050.876	4.385.476
-Diğer Satışların %'si	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyon

Şirket'in faaliyet giderlerinin net satışlara oranı incelendiğinde, söz konusu oranın 2023 yılında %4,34, 2024 yılında %4,36 ve 2025 yılında %5,28 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. 2026 döneminde ise faaliyet giderlerinin net satışlara oranının %4,39 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Tarihsel dönemde faaliyet giderlerinin satışlara oranında 2025 yılında artış gözlenmiş olmakla birlikte, 2026 döneminde söz konusu oranda iyileşme beklenmektedir. Faaliyet giderleri içerisindeki en önemli kalemin pazarlama giderleri olduğu değerlendirilmektedir.

Genel yönetim giderlerinin net satışlara oranı incelendiğinde, söz konusu oranın 2023 yılında %0,98, 2024 yılında %0,88 ve 2025 yılında %1,04 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. 2026 döneminde ise söz konusu oranın %1,29 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Genel yönetim giderlerinin satışlara oranı tarihsel olarak görece dar bir bant içerisinde seyretmekle birlikte, 2026 dönemindeki artışın büyüme dönemine bağlı operasyonel ölçeklenme, yönetimsel kapasite artışı ve kurumsal altyapı yatırımları ile ilişkili olduğu değerlendirilmektedir. Projeksiyon döneminin devamında ise ölçek ekonomisinin etkisiyle genel yönetim giderlerinin net satışlara oranının kademeli olarak gerileyerek 2034 yılında %0,64 seviyesine düşeceği öngörülmektedir.
Pazarlama giderlerinin net satışlara oranı 2023 yılında %3,36, 2024 yılında %3,48 ve 2025 yılında %4,23 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2026 döneminde ise söz konusu oranın %2,93 seviyesine gerilemesi beklenmektedir. Pazarlama giderlerinin satışlara oranında tarihsel dönemde artış gözlenmiş olmakla birlikte, 2026 döneminde operasyonel verimlilik ve satış kanallarındaki optimizasyonun etkisiyle daha düşük seviyelerde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca pazarlama giderlerinin net satışlara oranının %2,93 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.
Öte yandan, Şirket'in araştırma ve geliştirme giderleri 2025 yılında 1,5 milyon ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, söz konusu giderlerin net satışlara oranı %0,26 seviyesindedir. 2026 döneminde ise araştırma ve geliştirme giderlerinin 0,9 milyon ABD Doları seviyesinde gerçekleşmesi ve net satışlara oranının %0,17 seviyesine gerilemesi beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca araştırma ve geliştirme giderlerinin net satışlara oranının %0,17 seviyesinde korunacağı varsayılmıştır. Söz konusu harcamaların üretim süreçlerinin geliştirilmesi, verimliliğin artırılması ve özellikle daha yüksek katma değerli ürün üretimine yönelik teknik kabiliyetin desteklenmesi amacıyla gerçekleştirildiği değerlendirilmektedir.
Genel olarak değerlendirildiğinde, Şirket'in faaliyet giderlerinin net satışlara oranının 2023-2025 döneminde %4,34 ile %5,28 bandında gerçekleştiği görülmektedir. 2026 döneminde faaliyet giderlerinin net satışlara oranında iyileşme beklenmekte olup, projeksiyon döneminin devamında artan satış hacmi, operasyonel verimlilik kazanımları ve ölçek ekonomisinin etkisiyle bu oranın kademeli olarak gerileyerek 2034 yılında %3,74 seviyesine düşeceği öngörülmektedir.
Faaliyet giderleri projeksiyonu oluşturulurken mevcut gider yapısı esas alınmıştır. Bu kapsamda genel yönetim giderleri tarihsel gerçekleşmeler ve ilgili enflasyon varsayımları dikkate alınarak projekte edilmiş, pazarlama giderleri ile araştırma ve geliştirme giderleri ise satışlara oranlanmak suretiyle tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin net satışlara oranında kademeli bir iyileşme öngörülmüş olup, bu iyileşmede artan kapasite kullanım oranı, ölçek ekonomisi ve operasyonel verimlilik artışının etkili olacağı değerlendirilmiştir.

Kardemir Çelik	2023	2024	2025	03/2026
Faaliyet Giderleri	**-23.296.510**	**-26.940.529**	**-30.747.566**	**-6.252.941**
Satışlara Oranı(%)	-4,34%	-4,36%	-5,28%	-4,12%
Genel Yönetim Giderleri	**-5.246.319**	**-5.458.883**	**-6.086.532**	**-1.808.023**
Satışlara Oranı(%)	-0,98%	-0,88%	-1,04%	-1,19%
Pazarlama Giderleri	**-18.050.191**	**-21.481.646**	**-24.661.034**	**-4.444.918**
Satışlara Oranı(%)	-3,36%	-3,48%	-4,23%	-2,93%
Araştırma Geliştirme Giderleri			**-1.496.368**	**-112.484**
Satışlara Oranı(%)			-0,26%	-0,07%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik	2026T	2027T	2028T	2029T
Faaliyet Giderleri	**-24.376.292**	**-28.021.076**	**-32.314.366**	**-35.036.515**
Satışlara Oranı(%)	-4,39%	-4,17%	-4,00%	-3,94%
Genel Yönetim Giderleri	**-7.191.419**	**-7.197.476**	**-7.314.795**	**-7.474.257**
Satışlara Oranı(%)	-1,29%	-1,07%	-0,90%	-0,84%
Pazarlama Giderleri	**-16.265.346**	**-19.711.609**	**-23.661.896**	**-26.090.418**

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İstanbul Ticaret Sicili
Boğaziçi Kurumlar V.D.

Satışlara Oranı(%)	-2,93%	-2,93%	-2,93%	-2,93%
Araştırma Geliştirme Giderleri	**-919.527**	**-1.111.992**	**-1.337.675**	**-1.471.840**
Satışlara Oranı(%)	-0,17%	-0,17%	-0,17%	-0,17%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Faaliyet Giderleri	**-37.286.781**	**-39.857.098**	**-42.477.525**	**-45.446.826**	**-48.494.390**
Satışlara Oranı(%)	-3,89%	-3,86%	-3,81%	-3,78%	-3,74%
Genel Yönetim Giderleri	**-7.645.418**	**-7.823.556**	**-8.001.151**	**-8.181.177**	**-8.363.617**
Satışlara Oranı(%)	-0,80%	-0,76%	-0,72%	-0,68%	-0,64%
Pazarlama Giderleri	**-28.055.315**	**-30.322.933**	**-32.631.615**	**-35.275.644**	**-37.983.458**
Satışlara Oranı(%)	-2,93%	-2,93%	-2,93%	-2,93%	-2,93%
Araştırma Geliştirme Giderleri	**-1.586.048**	**-1.710.609**	**-1.844.759**	**-1.990.006**	**-2.147.315**
Satışlara Oranı(%)	-0,17%	-0,17%	-0,17%	-0,17%	-0,17%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.5. Karlılık Analizi

Projeksiyon döneminde Şirket'in kârlılık marjlarında gözlenen iyileşmenin temel olarak üç ana unsurdan kaynaklandığı değerlendirilmektedir: (i) yüksek yatırım döneminin büyük ölçüde tamamlanmış olması, (ii) özkaynaklarla finanse edilen enerji yatırımlarının devreye alınması sonucu enerji maliyetlerinde sağlanacak düşüş ve (iii) ürün karmasının daha yüksek katma değerli ürünlere kayması.

Projeksiyon döneminde Şirket'in FAVÖK marjında gözlenen iyileşmenin temel sebeplerinden biri, özkaynaklarla finanse edilen elektrik yatırımlarının kademeli olarak devreye alınmasıdır. Söz konusu yatırımlar kapsamında Şirket'in enerji üretim kapasitesinde önemli artış öngörülmektedir.

Bu kapsamda, 2026 yılında 19,7 MW seviyesinde bulunan kurulu gücün, yatırımların devreye girmesiyle birlikte 2027 yılında 35,344 MW seviyesine yükselmesi ve projeksiyon döneminin devamında bu seviyesini koruması beklenmektedir. Buna paralel olarak elektrik üretiminin 2026 yılında 47.174 MWh seviyesinden 2027 yılında 107.012 MWh seviyesine yükselmesi, sonraki yıllarda ise 105-107 bin MWh bandında sürdürülebilir şekilde devam etmesi öngörülmektedir.

Söz konusu kapasite artışı, Şirket'in elektrik ihtiyacının daha yüksek kısmını kendi üretimi ile karşılamasına imkân sağlayarak dışa bağımlılığı azaltmaktadır. Böylece enerji ve yakıt giderlerinde önemli ölçüde maliyet avantajı sağlanmakta, enerji maliyetlerinin toplam satışlar içerisindeki payı kademeli olarak gerilemektedir.

Demir-çelik sektöründe enerji maliyetlerinin toplam üretim maliyetleri içerisindeki yüksek payı dikkate alındığında, elektrik yatırımlarının operasyonel kârlılık üzerindeki etkisi anlamlı seviyededir. Bu doğrultuda, ilgili yatırımların devreye alınmasıyla birlikte Şirket'in brüt kârlılığı ve operasyonel verimliliğinde iyileşme beklenmekte olup, projeksiyon döneminde FAVÖK marjındaki artışın önemli ölçüde bu yatırımlardan kaynaklanacağı değerlendirilmektedir.

Şirket, son yıllarda üretim kapasitesini artırmaya, ürün gamını çeşitlendirmeye ve enerji verimliliğini geliştirmeye yönelik önemli yatırım harcamaları gerçekleştirmiştir. Söz konusu yatırımların önemli bir kısmı 2023-2026 döneminde yoğunlaşmış olup, bu dönemde yatırım kaynaklı maliyet baskısı operasyonel marjlar üzerinde sınırlayıcı etki yaratmıştır. Buna bağlı olarak Şirket'in FAVÖK marjı 2022 yılında %17,7 seviyesinden 2023 yılında %11,3 seviyesine, 2024 yılında %9,8 seviyesine gerilemiş, 2025 yılında ise %11,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Projeksiyon döneminde ise, yüksek yatırım döneminin tamamlanmasına paralel olarak yatırım kaynaklı maliyet baskısının azalması beklenmektedir. Buna ek olarak, Şirket'in özkaynakları ile finanse ettiği elektrik yatırımlarının kademeli şekilde devreye girmesiyle birlikte enerji maliyetlerinde önemli verimlilik kazanımları öngörülmektedir. Özellikle enerji ve yakıt giderlerinin satışlar içerisindeki payının kademeli olarak gerilemesi, operasyonel kârlılık üzerinde doğrudan olumlu etki yaratmaktadır.

Bununla birlikte, Şirket'in ürün portföyünü daha yüksek katma değerli ürünlere yönlendirme stratejisi doğrultusunda filmaşin ve özel kalite ürünlerin toplam satışlar içerisindeki payının artması beklenmektedir. Daha yüksek katma değerli ürünlerin satış karmasındaki payındaki artışın, brüt kâr ve operasyonel kârlılık marjlarını destekleyeceği değerlendirilmektedir.

Bu doğrultuda, Şirket'in FAVÖK marjının 2026 yılında %10,3 seviyesinde gerçekleşeceği, devam eden operasyonel iyileşme ve maliyet optimizasyonu ile birlikte 2027 yılında %11,8, 2028 yılında %13,6, 2029 yılında %14,3 ve 2030 yılında %14,7 seviyesine yükseleceği öngörülmektedir. Projeksiyon döneminin ilerleyen yıllarında FAVÖK marjının %14,6-15,6 bandında dengelenmesi beklenmektedir.

Söz konusu marj seviyeleri, demir-çelik sektörünün tarihsel kârlılık dinamikleri ve benzer şirketlerin uzun dönem marj profilleri dikkate alındığında muhafazakâr ve ulaşılabilir seviyeler olarak değerlendirilmektedir. Nitekim sektörün emtia fiyat döngülerine duyarlı yapısı nedeniyle marjların tarihsel olarak dönemsel dalgalanmalar gösterdiği bilinmekle birlikte, Şirket'in tamamlanan yatırımları, iyileşen enerji verimliliği ve ürün karmasındaki dönüşüm dikkate alındığında projeksiyon dönemi marj varsayımlarının agresif değil, ihtiyatlı bir bakış açısıyla oluşturulduğu değerlendirilmektedir.

Kardemir Çelik				
Net Satış Geliri	460.221.841	536.447.266	617.706.578	582.475.721
Yıllık değ.		16,6%	15,1%	-5,7%
Brüt Kar	82.848.244	75.267.106	79.850.909	87.544.144
Brüt Kar Marjı	18,0%	14,0%	12,9%	15,0%
Faaliyet Karı (FVÖK)	76.521.312	51.970.596	52.910.380	56.796.578
Faaliyet Kar Marjı (FVÖK Marjı)	16,6%	9,7%	8,6%	9,8%
FAVÖK	81.443.052	60.639.367	60.506.010	64.871.630
FAVÖK Marjı	17,7%	11,3%	9,8%	11,1%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satış Geliri	555.644.771	671.945.810	808.320.281	889.392.006
Yıllık değ.	-4,6%	20,9%	20,3%	10,0%
Brüt Kar	69.811.920	93.271.166	125.752.209	142.972.433
Brüt Kar Marjı	12,6%	13,9%	15,6%	16,1%
Faaliyet Karı (FVÖK)	45.435.629	65.250.090	93.437.842	107.935.918
Faaliyet Kar Marjı (FVÖK Marjı)	8,2%	9,7%	11,6%	12,1%
FAVÖK	57.172.465	79.486.926	110.174.679	127.172.755
FAVÖK Marjı	10,3%	11,8%	13,6%	14,3%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Kardemir Çelik	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net Satış Geliri	958.405.029	1.033.673.535	1.114.737.192	1.202.505.668	1.297.562.929
Yıllık değ.	7,8%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%
Brüt Kar	156.823.103	172.255.008	189.237.518	194.855.866	206.442.813
Brüt Kar Marjı	16,4%	16,7%	17,0%	16,2%	15,9%
Faaliyet Karı (FVÖK)	119.536.322	132.397.910	146.759.993	149.409.040	157.948.424
Faaliyet Kar Marjı (FVÖK Marjı)	12,5%	12,8%	13,2%	12,4%	12,2%

FAVÖK	141.273.158	156.634.746	173.496.829	178.645.876	189.685.260
FAVÖK Marjı	14,7%	15,2%	15,6%	14,9%	14,6%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.6. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirket'in projeksiyon döneminde gereksinim duyacağı işletme sermayesini tahmin etmek için 2026 yılı ilk çeyrek döneminde gerçekleşen ortalama alacak tahsil süresi, ortalama stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi, alınan avans süresi ve verilen avans süresi gerçekleşmeleri baz alınmıştır.

Net işletme sermayesine ilişkin tahminlere aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

İşletme Sermaye Hesabı;	2023	2024	2025	03/2026
Ticari Alacaklar	33.826.346	32.787.782	29.847.928	27.123.916
Alacak devir hızı	15,86	18,84	19,51	20,83
Alacak tahsil süresi (gün)	22,70	19,11	18,45	17,28
Stoklar	136.192.974	141.597.143	165.938.278	173.169.484
Stok devir hızı	3,39	3,80	2,98	2,78
Stok devir süresi (gün)	106,31	94,77	120,70	129,42
Ticari Borçlar	58.236.655	56.527.044	66.585.105	60.342.053
Ticari borç devir hızı	7,92	9,52	7,43	7,98
Ticari borç ödeme süresi (gün)	45,46	37,83	48,43	45,10
Müşterilerden Alınan Avanslar	15.965.625	10.979.799	16.903.869	29.725.271
Alınan Avans Devir Hızı	33,60	56,26	34,46	19,05
Alınan Avans Süresi (gün)	10,71	6,40	10,45	18,90
Tedarikçilere Verilen Avanslar	6.604.448	5.993.464	3.674.126	14.654.316
Verilen Avans Devir hızı	69,83	89,74	134,71	32,87
Verilen Avans Süresi (gün)	5,16	4,01	2,67	10,95
Nakit Çevirme Gün Sayısı	77,99	73,66	82,94	93,66
Net işletme sermayesi	102.421.488	112.871.546	115.971.357	124.880.391
Net işletme sermayesi/Satışlar	19%	18%	20%	22%
Net işletme sermayesi değişimi	(21.207.348)	10.450.058	3.099.811	8.909.034

Kaynak: Vakıf Yatırım

İşletme Sermaye Hesabı;	2026T	2027T	2028T	2029T
Ticari Alacaklar	26.674.663	32.257.891	38.804.777	42.696.762
Alacak devir hızı	20,83	20,83	20,83	20,83
Alacak tahsil süresi (gün)	17,28	17,28	17,28	17,28
Stoklar	174.661.651	208.039.183	245.389.884	268.345.122
Stok devir hızı	2,78	2,78	2,78	2,78
Stok devir süresi (gün)	129,42	129,42	129,42	129,42
Ticari Borçlar	69.607.597	84.177.042	101.261.157	111.417.300
Ticari borç devir hızı	7,98	7,98	7,98	7,98
Ticari borç ödeme süresi (gün)	45,10	45,10	45,10	45,10
Müşterilerden Alınan Avanslar	29.164.400	35.268.749	42.426.703	46.681.954
Alınan Avans Devir Hızı	19,05	19,05	19,05	19,05

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Alınan Avans Süresi (gün)	18,90	18,90	18,90	18,90
Tedarikçilere Verilen Avanslar	14.780.589	17.605.134	20.765.904	22.708.471
Verilen Avans Devir hızı	32,87	32,87	32,87	32,87
Verilen Avans Süresi (gün)	10,95	10,95	10,95	10,95
Nakit Çevirme Gün Sayısı	93,66	93,66	93,66	93,66
Net İşletme sermayesi	117.344.908	138.456.416	161.272.705	175.651.100
Net İşletme sermayesi/Satışlar	21,1%	20,6%	20,0%	19,7%
Net İşletme sermayesi değişimi	(7.535.483)	21.111.508	22.816.289	14.378.395

Kaynak: Vakıf Yatırım

İşletme Sermaye Hesabı;	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Ticari Alacaklar	46.009.848	49.623.239	53.514.837	57.728.310	62.291.694
Alacak devir hızı	20,83	20,83	20,83	20,83	20,83
Alacak tahsil süresi (gün)	17,28	17,28	17,28	17,28	17,28
Stoklar	288.176.526	309.688.368	332.726.166	362.259.939	392.449.912
Stok devir hızı	2,78	2,78	2,78	2,78	2,78
Stok devir süresi (gün)	129,42	129,42	129,42	129,42	129,42
Ticari Borçlar	120.062.807	129.491.960	139.647.093	150.642.162	162.550.323
Ticari borç devir hızı	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98
Ticari borç ödeme süresi (gün)	45,10	45,10	45,10	45,10	45,10
Müşterilerden Alınan Avanslar	50.304.275	54.254.930	58.509.758	63.116.505	68.105.822
Alınan Avans Devir Hızı	19,05	19,05	19,05	19,05	19,05
Alınan Avans Süresi (gün)	18,90	18,90	18,90	18,90	18,90
Tedarikçilere Verilen Avanslar	24.386.686	26.207.107	28.156.660	30.655.930	33.210.730
Verilen Avans Devir hızı	32,87	32,87	32,87	32,87	32,87
Verilen Avans Süresi (gün)	10,95	10,95	10,95	10,95	10,95
Nakit Çevirme Gün Sayısı	93,66	93,66	93,66	93,66	93,66
Net İşletme sermayesi	188.205.979	201.771.824	216.240.812	236.885.512	257.296.191
Net İşletme sermayesi/Satışlar	19,6%	19,5%	19,4%	19,7%	19,8%
Net İşletme sermayesi değişimi	12.554.879	13.565.846	14.468.988	20.644.700	20.410.679

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.7. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

Şirket, son yıllarda üretim kapasitesini artırmaya, enerji verimliliğini geliştirmeye ve operasyonel sürdürülebilirliğini desteklemeye yönelik yatırımlar gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda yatırım harcamaları ağırlıklı olarak çelikhane modernizasyonu, üretim altyapısının geliştirilmesi, makine ve ekipman yenilemeleri ile güneş enerji santrali (GES) yatırımlarından oluşmaktadır.
Şirket'in yatırım harcamaları incelendiğinde, 2023 yılında 38,3 milyon ABD Doları, 2024 yılında 38,0 milyon ABD Doları ve 2025 yılında 36,6 milyon ABD Doları seviyesinde yatırım harcaması gerçekleştirdiği görülmektedir. Söz konusu yatırım harcamalarının net satışlara oranı ise sırasıyla %7,1, %6,2 ve %6,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. İncelenen tarihsel dönemde yatırım harcamalarının satışlara oranının görece istikrarlı bir seyir izlediği ve Şirket'in üretim altyapısını güçlendirmeye yönelik düzenli yatırım politikasını sürdürdüğü görülmektedir.

Yatırım harcamalarının önemli bir bölümünü oluşturan modernizasyon ve enerji yatırımları kapsamında, özellikle üretim verimliliğini artıracak ve enerji maliyetlerini azaltacak yatırımların Şirket'in operasyonel yapısını desteklemesi beklenmektedir. Bununla birlikte, söz konusu yatırımların yaratacağı gelir artışı ve maliyet tasarrufu etkilerinin projeksiyonlara yalnızca somut ve ölçülebilir seviyede yansıtılması benimsenmiş olup, ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde tam etkileri değerleme modeline dahil edilmemiştir.
Projeksiyon döneminde, 2026 yılı yatırım harcamalarının 2025 yılı ile paralel şekilde 36,6 milyon ABD Doları seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu kapsamda 2026 döneminde yatırım harcamalarının net satışlara oranının %6,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 2027 yılı ve sonrasında ise büyük ölçekli yatırım döneminin önemli ölçüde tamamlanacağı, yatırım harcamalarının daha çok bakım, yenileme ve sürdürülebilir operasyonel verimlilik yatırımlarından oluşacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda 2027-2034 projeksiyon dönemi boyunca yıllık yatırım harcamalarının 25,0 milyon ABD Doları seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür.
Öte yandan, Şirket'in satış hacmindeki büyüme ve operasyonel ölçek artışı doğrultusunda yatırım harcamalarının net satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak azalacağı tahmin edilmektedir. Bu kapsamda yatırım harcamalarının net satışlara oranının 2027 yılında %3,7 seviyesine, 2029 yılında %2,8 seviyesine ve projeksiyon döneminin sonunda 2034 yılında %1,9 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.
Sonuç olarak, projeksiyon döneminde Şirket'in yüksek büyüme ve kapasite artırımı odaklı yatırım döneminden, daha dengeli ve sürdürülebilir bir yatırım yapısına geçeceği; yatırım harcamalarının mutlak bazda kontrollü seviyelerde korunurken, satış hacmindeki artış sayesinde göreceli yatırım yoğunluğunun azalacağı öngörülmektedir.
Yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Yatırım Harcamaları (USD)	2023	2024	2025	03/2026
Yatırım Harcamaları	-38.303.624	-37.964.234	-36.617.847	-28.097.669
Satışlara Oranı(%)	-7,14%	-6,15%	-6,29%	-18,50%

Kaynak: Şirket

Yatırım Harcamaları (USD)	2026T	2027T	2028T	2029T
Yatırım Harcamaları	-36.617.847	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000
Satışlara Oranı(%)	-6,6%	-3,7%	-3,1%	-2,8%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Yatırım Harcamaları (USD)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Yatırım Harcamaları	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000
Satışlara Oranı(%)	-2,6%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-1,9%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.8. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM, "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı + beta x risk primi) + borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmakta olup, bu hesaplamada kullanılan parametreler aşağıda yer almaktadır.

- **Risksiz faiz oranı:** USD bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı olarak Türkiye 8 yıllık ABD Dolar cinsi tahvilin getirisi dikkate alınmıştır. İNA modeli kapsamında söz konusu tahvil faizinin 04.06.2026 itibarıyla son 1 aylık ortalaması olan %6,99 kullanılmıştır.

- **Risk primi:** Projeksiyon Dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.

- **Borçlanma maliyeti:** İhtiyatlılık gereği Şirket'in Projeksiyon Dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 3 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.

- **Özsermaye Oranı:** Şirket'in özkaynaklarının toplam kaynaklarına oranı 31.03.2026 itibarıyla %38,4 seviyesinde olup, söz konusu oranın Projeksiyon Dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmaktadır.

- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı Projeksiyon Dönemi boyunca %25 olarak dikkate alınmıştır.

- **Beta:** Projeksiyon Dönemi boyunca Beta katsayısı 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	ABD DOLARI
Risksiz Faiz Oranı	6,99%
Risk Primi	5,50%
Beta	1,0
Özsermaye Maliyeti	12,49%
Borçlanma Maliyeti	9,99%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,49%
Özsermaye Oranı	38,4%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	**9,41%**

Kaynak: Vakıf Yatırım

AOSM hesaplamasında kullanılan borçlanma maliyeti, Şirket'in geçmiş borçlanma koşullarından ziyade mevcut piyasa koşulları altında geleceğe yönelik marjinal borçlanma maliyetini yansıtacak şekilde belirlenmiştir.

5.1.2. İNA Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında Şirket için Projeksiyon Dönemi'ne ilişkin serbest nakit akımları ile Devam Eden Değer (Terminal Değer) hesaplanmıştır. Bu kapsamda, projeksiyon dönemine ait nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 363.280.138 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Devam eden değer hesaplamasında, uzun dönem büyüme oranı olarak ABD ekonomisine ilişkin uzun vadeli enflasyon beklentileri dikkate alınmış olup, ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde Devam Eden Değer Büyüme Oranı %2 olarak esas alınmıştır. Bu doğrultuda, %2'lik büyüme oranı kullanılarak hesaplanan Devam Eden Değer 1.444.696.196 ABD Doları seviyesinde oluşmuş, söz konusu değerin bugünkü değeri ise 687.833.490 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Projeksiyon dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri ile Devam Eden Değer'in bugünkü değerinin toplamı sonucunda Şirket için 1.051.113.627 ABD Doları firma değerine ulaşılmıştır. Bu değerden, 31.03.2026 tarihi itibarıyla 286.564.791 ABD Doları seviyesindeki net borcun düşülmesi sonucunda Şirket'in özsermaye değeri 764.548.836 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İNA analizi sonucunda ulaşılan özsermaye değeri, Şirket'in finansal verilerinin esas alındığı 31.03.2026 tarihi itibarıyla tespit edilmiştir. Ancak işbu fiyat tespit raporunun hazırlanma tarihi 04.06.2026

olduğundan, değerleme sonucunun rapor tarihi itibarıyla ekonomik gerçekliği yansıtabilmesi amacıyla söz konusu özsermaye değerinin rapor tarihine taşınması gerekli görülmüştür.

Bu kapsamda, 31.03.2026 tarihi itibarıyla hesaplanan özsermaye değeri, ilgili döneme ait özsermaye maliyeti dikkate alınarak 65 günlük süre için bugüne indirgenmiş ve 04.06.2026 tarihi itibarıyla Şirket'in özsermaye değerinin bugünkü değeri 780.967.936 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İNA Analizi Sonucu	ABD Doları
Projeksiyon Dönemi Firma Değeri	363.280.138
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	2%
Devam Eden Değer	1.444.696.196
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	687.833.490
Firma Değeri	1.051.113.627
Net Borç (31.03.2026 itibarıyla)	286.564.791
Özsermaye Değeri	**764.548.836**
Özsermaye Değerinin Bugünkü Değeri	**780.967.936**
DEĞERLEME TARİHİ	**4.06.2026**
TESPİT EDİLEN ÖZSERMAYE DEĞERİNİN TARİHİ	**31.03.2026**
Fark Gün Sayısı	**65**
Takvim Günü	**360**

**04.06.2026 tarihi itibarıyla*
Kaynak: Vakıf Yatırım

İndirgenmiş Nakit Akımları	2026T*	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış gelirleri (net)	555.644.771	671.945.810	808.320.281	889.392.006	958.405.029	1.033.673.535	1.114.737.192	1.202.505.668	1.297.562.929
Büyüme	-4,6%	20,9%	20,3%	10,0%	7,8%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%
FVÖK	45.435.629	65.250.090	93.437.842	107.935.918	119.536.322	132.397.910	146.759.993	149.409.040	157.948.424
Operasyonel Kâr Marjı	8,2%	9,7%	11,6%	12,1%	12,5%	12,8%	13,2%	12,4%	12,2%
Efektif Vergi	11.358.907	16.312.523	23.359.461	26.983.980	29.884.080	33.099.478	36.689.998	37.352.260	39.487.106
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	34.076.721	48.937.568	70.078.382	80.951.939	89.652.241	99.298.433	110.069.995	112.056.780	118.461.318
+ Amortisman	11.736.836	14.236.836	16.736.836	19.236.836	21.736.836	24.236.836	26.736.836	29.236.836	31.736.836
FAVÖK	57.172.465	79.486.926	110.174.679	127.172.755	141.273.158	156.634.746	173.496.829	178.645.876	189.685.260
FAVÖK Marjı	10,3%	11,8%	13,6%	14,3%	14,7%	15,2%	15,6%	14,9%	14,6%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	-312%	-176%	-149%	-130%	-115%	-103%	-94%	-86%	-79%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-7.535.483	21.111.508	22.816.289	14.378.395	12.554.879	13.565.846	14.468.988	20.644.700	20.213.732
Yatırım Harcamaları	-36.617.847	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000	-25.000.000
Satışlara oranı	-6,6%	-3,7%	-3,1%	-2,8%	-2,6%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-1,9%
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	**12.548.396**	**17.062.896**	**38.998.929**	**60.810.380**	**73.834.199**	**84.969.423**	**97.337.843**	**95.648.916**	**104.984.422**
İskonto Faktörü	0,97	0,89	0,82	0,75	0,68	0,62	0,57	0,52	0,48
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	**12.132.171**	**15.248.265**	**31.853.307**	**45.395.597**	**50.376.470**	**52.986.714**	**55.477.923**	**49.825.617**	**49.984.074**

Kaynak: Vakıf Yatırım
**2026 yılı son 9 aylık tahminlemeyi içermektedir.*

5.1.3. Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmaktadır. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerleme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. FD/Satış rasyosunun, "volume business" olarak adlandırılabilecek ve son derece düşük kar marjları ile çalışan ve asıl amacın hacim büyüterek mutlak karı büyütmek olan gıda perakendeciliği gibi sektörlerde kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmiş ve Kardemir Çelik için yapılan çalışmada FD/Satış çarpanına yer verilmemiştir.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. US GAAP ve IFRS gibi muhasebe yöntemlerindeki farklılıklar, farklı varlık değeri hesaplamalarına neden olarak ülkeden ülkeye defter değeri karşılaştırması hesabını zorlaştırmaktadır. Enflasyon ve teknolojik değişimler de varlıkların defter ve piyasa değerlerinin önemli ölçüde farklılık göstermesine neden olabilmektedir. Bu nedenle defter değerinin, hissedarların yatırımlarının değerinin doğru bir ölçüsü olmadığı, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanının daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırmasına uygun olduğu değerlendirilmiş ve PD/DD çarpanına çalışmada yer verilmemiştir.

- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kârına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Söz konusu çarpan, şirketlerin dışsal etkenlerden arındırılmış, büyümenin finansmanı için gerekli yatırım harcamalarına ve borçların geri ödenebilmesi için lazım olacak nakit akımlarını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle dünyada en çok kullanılan değerleme parametrelerinden birisidir. Paydasında yer alan FAVÖK aynı zamanda şirket nakit akımlarına yönelik bir gösterge sağlamakta bu sayede bir nevi nakit akımı bazlı yapılan değerleme çalışmalarının sağlaması olarak kullanılmaktadır. Bu nedenle benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Fiyat /Kazanç (F/K) oranı, ülkeler arası vergilendirme esaslarının, finansmana erişim koşullarının, muhasebe yöntem ve politikalarının farklılık göstermesinin ve şirketlerin faaliyet konusu dışında elde ettikleri tek seferlik gelir giderleri yansıtmasının sonucu benzer şirketlerin karşılaştırılmasını güçleştirdiği gerekçesiyle Kardemir Çelik değerlemesinde kullanılmamıştır. F/K çarpanı, şirketlerin net dönem kârı üzerinden değerlemesini ifade eden ve yatırımcıların şirketin kârlılığına atfettiği değeri gösteren bir rasyodur. Bununla birlikte, söz konusu çarpan net kâr kalemi içerisinde yer alan finansman giderleri, vergi etkileri ve dönemsel olarak oluşabilecek tek seferlik gelir ve giderlerden etkilenebilmektedir. Bu nedenle operasyonel performansın sağlıklı şekilde yansıtılmasında sınırlılıklar içerebilmektedir.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiş olup, Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in operasyonel kâr performansını yansıtması sebebiyle "FD/FAVÖK" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

FD/FAVÖK çarpanı, şirketin faaliyetlerinden yarattığı sürdürülebilir operasyonel kârlılığı, finansman giderlerinden, amortisman kalemlerinden ve vergi düzenlemelerinden bağımsız olarak ölçmektedir. FD/FAVÖK çarpanı sermaye yapısından etkilenmemesi, dönemsel vergi avantajı/dezavantajından etkilenmemesi ve amortisman politikalarından bağımsız olması nedeniyle sektörde karşılaştırılabilirliği en yüksek çarpandır.

Ayrıca, özellikle sermaye yoğun, düzenli bakım yatırımları gerektiren, global fiyat dalgalanmalarına maruz kalan sektörlerde (örneğin: demir-çelik, çimento, enerji, petrokimya vb.) FD/FAVÖK çarpanı, şirket değerinin temel belirleyicilerinden biridir.
Şirket değerlemesinde, faaliyet performansını daha doğrudan yansıtan ve şirketlerin sermaye yapısından bağımsız olarak karşılaştırılmasına imkân sağlayan FD/FAVÖK çarpanının daha sağlıklı bir gösterge sunduğu değerlendirilmektedir. Bu kapsamda, değerleme çalışmasında operasyonel kârlılığı esas alan FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılmıştır.

Kardemir Çelik çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı için genel piyasa uygulamaları göz önünde bulundurarak 5x'in altı ve 30x'un üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde uç değerler hesaplama dışında tutulsa da ihtiyatlılık gereği ortalama değerler kullanılmıştır.

Çarpan Analizi kapsamında kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere aşağıda yer verilmektedir.

Yurt İçi - BIST Metal Eşya Makine Endeksi (XMANA) Seçilmiş Şirketleri

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet Faaliyet Konusu
Eregli Demir ve Çelik Fabrikalari T.A.S.	EREGL	Türkiye	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş., bağlı ortaklıkları ile birlikte Türkiye'de ve uluslararası alanda demir ve çelik haddelenmiş ürünler, alaşımlı ve alaşımsız demir, çelik ve pik dökümler, döküm ve pres ürünleri, kok ve yan ürünleri üretmekte ve satmaktadır.
Izmir Demir Çelik Sanayi Anonim Sirketi	IZMDC	Türkiye	İzmir Demir Çelik Sanayi Anonim Şirketi, bağlı şirketleriyle birlikte Türkiye'de ve uluslararası alanda demir ve çelik üretimi, pazarlaması ve satışı yapmaktadır.
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.S.	KRDMD	Türkiye	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de demir ve çelik ürünleri üretir ve satar. Ürün portföyünde demiryolu rayları ve tekerlekleri, profiller, tel çubuklar, inşaat demirleri, kütükler, granül yüksek fırın cürufu, sodyum sülfat, metalurjik kireç ve hava ayırma tesisi ürünleri bulunur.
Yukselen Celik Anonim Sirketi	YKSLN	Türkiye	Yükselen Çelik Anonim Şirketi, Türkiye, Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve uluslararası alanda çelik ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket, YÜKSELEN, TTA, TOOLGO, SHIPEX, SMART STEEL, POLDI, MKEK ve DSS markaları altında karbon çeliği, alaşımlı çelik, soğuk iş ve sıcak iş takım çeliği, plastik kalıp çeliği, yüksek hız çeliği ve gemi sacı ürünleri sunmaktadır.
Bms Celik Hasir Sanayi Ve Ticaret Anonim Sirketi	BMSCH	Türkiye	Bms Çelik Hasır Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi çelik sektöründe faaliyet göstermektedir. Çelik hasır, soğuk çekilmiş çubuk demir, yüksek karbonlu çelik tel, soğuk çekilmiş rulo, galvanizli tel, örgü teli, çit teli, üzengi, kilt ve hazır demir ürünleri üretip ticaretini yapmaktadır.
Erciyas Çelik Boru Sanayi A.S.	ERCB	Türkiye	Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş. Türkiye'de çelik boru üretimi ve satışı yapmaktadır. Doğal gaz, petrokimya ve petrol boruları, içme suyu boruları, kazık boruları, çelik yapı boruları, genel ve özel amaçlı borular ve bağlantı parçaları sunmaktadır.
Bms Birlesik Metal Sanayi ve Ticaret A.S.	BMSTL	Türkiye	Bms Birleşik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de galvanizli çelik teller üretmekte ve satmaktadır. Şirket sıcak daldırma galvanizli, Zn-Al kaplamalı çelik, telli ve siyah tavlı teller sunmaktadır.
Kocaer Celik Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	KCAER	Türkiye	Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, bağlı ortaklıklarıyla birlikte Türkiye'de ve uluslararası alanda demir ve çelik ürünlerinin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Eşit açılı, yuvarlak, kare, T, tırtıklı düz ve düz çubuklar gibi ticari çubuklar; UB ve UC üniversal kirişler, W kiriş, IPE kirişler, HEA/HEB kirişler ve IPN profiller; PFC, C, UPN, UAC, CH ve UPE kanalları; ve madencilik ve tünel çelik profilleri sunmaktadır.
Koç Metalürji Anonim Sirketi	KOCMT	Türkiye	Koç Metalürji Anonim Şirketi, Türkiye'de demir-çelik sektöründe faaliyet göstermektedir. İnşaat demiri üretmektedir.
Ozyasar Tel ve Galvanizleme Sanayi Anonim Sirketi	OZYSR	Türkiye	Özyaşar Tel'in faaliyet konusu; tel, dikenli tel, galvanizli tel, çivi ve vida gibi inşaat sanayi ve nalburiye malzemelerinin imalatı, alım ve satımı ile, alüminyum ve diğer metallerden inşaat ve sanayide kullanılacak köşebent, profil gibi mamulleri imal etmek, gayrimenkuller satın almak, tasarruf etmek, kiralamak, kiraya vermek ve alıp satmaktır.

Çemas Döküm Sanayi A.S.	CEMAS	Türkiye	Çemas Döküm Sanayi A.Ş. çimento ve madencilik endüstrileri için alaşımlı taşlama ürünleri sağlamaktadır. Dişli ve şanzıman kutuları, balta kasaları ve hidrolik gövde ürünleri; ön dişli gövdesi ve yay bağlantı parçaları; ve diferansiyel gövde ürünleri, egzoz manifoldu contaları, braketler, destekler, fren diskleri ve yüksükler, debriyaj baskı plakaları ve çerçeveleri, süspansiyon kolları, bilyalı mafsallar, direksiyon bağlantı plakaları, volanlar, volan gövdeleri ve kapakları, krank milleri, su pompası gövdeleri ve bileşenleri, klima parçaları, tamburlar, göbekler, motor bağlantı kelepçeleri, yaylı yataklar, motor kapakları, ön destekler, planet dişlileri ve fren pistonları ile termostat, regülatör ve dengeleme gövdeleri sunmaktadır.
Iskenderun Demir ve Çelik A.S.	ISDMR	Türkiye	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. Türkiye'de yassı çelik ürünleri üretir ve satar. Haddelenmiş veya çelik saclar ve levhalar gibi sıcak haddelenmiş yassı çelik ürünleri sunar.
Borusan Birlesik Boru Fabrikalari Sanayi ve Ticaret A.S.	BRSAN	Türkiye	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de çelik boru üretmekte, üretmekte ve satmaktadır. Spiral (helisel) kaynaklı borular, LSAW ve ERW hat boruları, ERW doğalgaz boruları, endüstriyel borular ve profiller, su boruları, inşaat boruları ve profilleri, SRM tesisat boruları, hidrolik silindir boruları, soğuk çekilmiş borular, ileri işlenmiş borular, hassas borular ve profiller ve OCTG boruları sunmaktadır.
Çelik Halat ve Tel Sanayii A.S.	CELHA	Türkiye	Çelik Halat ve Tel Sanayii A.Ş. dünya çapında çelik tel halatlar ve teller üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirket, inşaat, denizcilik, balıkçılık, petrol ve madencilik endüstrilerinde, asansörlerde, teleskiyelerde ve vinçlerde kullanılan çelik tel halatlar; otomotiv, beyaz eşya, tarım, savunma sanayi, mobilya ve inşaat sektörlerinde kullanılmak üzere endüstriyel çelik, endüstriyel galvanizli çelik ve patentli teller sunmaktadır.
Kirac Galvaniz Telekominikasyon Metal Makine Insaat Elektrik Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	TCKRC	Türkiye	Şirket'in ana faaliyetleri çelik otokorkuluk imalatı ve sıcak daldırma galvanizlemenin yanı sıra motorsiklet koruyucu bariyer, ses ve gürültü bariyerleri, solar enerji sistemleri konstrüksiyonu imalat/montajı, çarpışma yastığı, trafik işaret ve levhaları satış/montajıdır.

Kaynak: Capital IQ, KAP, Şirketlerin finansal raporları ve faaliyet raporları

Şirket Adı	FD/FAVÖK
Eregli Demir ve Çelik Fabrikalari T.A.S.	14,9x
Izmir Demir Çelik Sanayi Anonim Sirketi	~~35,4x~~
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.S.	6,6x
Yukselen Celik Anonim Sirketi	4,2x
Bms Celik Hasir Sanayi Ve Ticaret Anonim Sirketi	~~47,1x~~
Erciyas Çelik Boru Sanayi A.S.	~~31,7x~~
Bms Birlesik Metal Sanayi ve Ticaret A.S.	~~61,5x~~
Kocaer Celik Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	11,7x
Koç Metalürji Anonim Sirketi	~~15,8x~~
Ozyasar Tel ve Galvanizleme Sanayi Anonim Sirketi	~~18,5x~~
Çemas Döküm Sanayi A.S.	~~NM~~
Iskenderun Demir ve Çelik A.S.	12,3x
Borusan Birlesik Boru Fabrikalari Sanayi ve Ticaret A.S.	15,4x
Çelik Halat ve Tel Sanayii A.S.	~~48,0x~~
Kirac Galvaniz Telekominikasyon Metal Makine Insaat Elektrik Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	~~17,1x~~
Bist Metal Endeksi Seçilmiş Şirketler Ortalama	**14,1x**

Not: Söz konusu çarpan değerleri 04.06.2026 tarihi itibarıyladır.
Kaynak: Capital IQ

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet Faaliyet Konusu
China Steel Corporation	TWSE:2002	Taiwan	China Steel Corporation, Tayvan, Vietnam, Malezya, Çin, Hindistan ve uluslararası alanda çelik ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Öncelikle inşaat yapıları, gemi yapımı, köprü kirişleri, petrol ülkesi tabular malları, makine yapıları, basınçlı kaplar ve iklim/korozyona dayanıklı çelik levhalarda kullanılmak üzere çelik levhalar; genel ve makine yapıları, soğuk dövme, sıcak dövme, sert çekilmiş çelik teller ve kaynak elektrotları uygulamaları için çelik çubuklar ve tel çubuklar; otomobil şasisi, köprü kirişleri, inşaat, yol korkulukları, çelik borular, basınçlı kaplar ve peyzajda kullanılan sıcak haddelenmiş bobinler ve saclar sunmaktadır.
Hsin Kuang Steel Company Limited	TWSE:2031	Taiwan	Hsin Kuang Steel Company Limited, Tayvan'da çeşitli çelik ürünlerinin kesimi, damgalanması ve satışı ile uğraşmaktadır. Çelik, İnşaat ve Kiralama segmentleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Şirketin ürün portföyünde çelik bobinler ve levhalar, yuvarlak çelik çubuklar, paslanmaz ve alaşımlı çelik, özel çelik ve SuperDyma yer almaktadır.
Osaka Steel Co., Ltd.	TSE:5449	Japan	Osaka Steel Co., Ltd. Japonya'da inşaat, inşaat mühendisliği, gemi yapımı, çelik kuleler ve endüstriyel makine üretim uygulamaları için çelik ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır
Wei Chih Steel Industrial Co., Ltd.	TWSE:2028	Taiwan	Wei Chih Steel Industrial Co., Ltd. Tayvan, Avustralya ve uluslararası alanda çelik ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket çelik boşluklar ve çubuklar, düz çubuk çelik, çubuk çelik bobinler, özel alaşımlı çelik, çelik levhalar, çelik kütükler ve çubuklar, nervürlü demirler, çubuk çelik disk üniteleri ve diğer çelik ürünleri sunmaktadır.
Algoma Steel Group Inc.	NASDAQGM:ASTL	Canada	Algoma Steel Group Inc., öncelikle Kuzey Amerika'da çelik ürünleri üretir ve satar. Şirket, otomotiv endüstrisi, içi boş yapı ürünleri üreticileri ve hafif üretim ve ulaşım endüstrileri için temper haddeleme, soğuk haddeleme, sıcak haddeleme asitlenmiş ve yağlanmış ürünler, zemin plakası ve boy keşme ürünleri dahil olmak üzere düz/sac çelik ürünleri sağlar.
Bansal Wire Industries Limited	NSEI:BANSALWIRE	India	Bansal Wire Industries Limited, dünya çapında çelik teller üretmekte ve satmaktadır. Şirket, soğuk şekillendirme, yay, kaynak, halat, ince, ovma ve ısıya dayanıklı tellerin yanı sıra mutfak eşyaları ve gereçleri için teller; kablo zırhlama, galvanizli, elektro galvanizli ve parlak teller gibi düşük karbonlu çelik teller; ve yay çeliği telleri ve otomotiv kontrol kabloları dahil olmak üzere yüksek karbonlu çelik teller sunmaktadır.
JSW Steel Limited	BSE:500228	India	JSW Steel Limited, Hindistan'da ve uluslararası alanda demir ve çelik ürünlerinin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. JSW Silveron+, JSW Radiance, JSW Everglow, JSW Colouron+, JSW Pragati+, JSW Vishwas, JSW Vishwas+, JSW Galvos, JSW Galveco, JSW Platina, JSW Neosteel, JSW Trusteel, JSW Avante ve JSW Magsure markaları altında renkli kaplamalı çelik ürünleri, renkli kaplamalı çatı sacları, galvalume rulo ve saclar, alüminyum-çinko saclar, galvanizli oluklu saclar, teneke levha ürünleri, kurşunsuz rulolar ve saclar, Al-Zn-Mg kaplamalı galvanizli çelik, çok amaçlı çelik saclar, sıcak haddelenmiş ve soğuk haddelenmiş bobinler, soğuk haddelenmiş yakın tavlanmış, elektrik, kaplamalı çelik ürünleri, TMT çubukları, tel çubuklar, alaşımlı çelik ürünleri ve çelik kapılar sağlamaktadır.
Hankuk Steel Wire Co., Ltd.	KOSDAQ:A025550	South Korea	Hankuk Steel Wire Co., Ltd. Güney Kore'de çelik ürünleri üretir ve satar. Sert çekilmiş çelik, piyano ve çinko kaplamalı çelikten oluşan sert çelik teller; düşük karbonlu, çinko kaplamalı düşük karbonlu ve boyama ve boyama için mat yüzeyli galvanizli çelik tellerden oluşan yumuşak çelik teller; ve alaşımlı kaplama telleri sunar.
Huajin International Holdings Limited	SEHK:2738	China	Huajin International Holdings Limited, bir yatırım holding şirketi olup, Çin Halk Cumhuriyeti, Hong Kong ve Güneydoğu Asya'da soğuk haddelenmiş ve galvanizli çelik ürünlerinin işlenmesi ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, soğuk haddelenmiş karbon çelik şeritler, saclar, kaynaklı çelik borular ve galvanizli çelik ürünleri sunmaktadır.
Gandhi Special Tubes Limited	BSE:513108	India	Gandhi Special Tubes Limited, Hindistan'da ve uluslararası alanda kaynaklı ve dikişsiz çelik borular ve somunlar üretir ve pazarlar. Şirket, soğuk çekilmiş parlak tavlanmış dikişsiz çelik borular; hassas elektrik direnç kaynaklı çelik borular; soğuk şekillendirilmiş bağlantı somunları; ve yüksek basınçlı yakıt enjeksiyon boruları sunar.
Dong Yang Steel Pipe Co., Ltd.	KOSE:A008970	South Korea	Dong Yang Steel Pipe Co., Ltd. Güney Kore'de çelik borular üretir ve satar. Genel yapısal çelik borular, petrol ve gaz taşımacılığı için çelik borular, kare ve kaplamalı çelik borular ve çelik boru kazıkları ve ayrıca ısıl işlem tesisi sunar.
MSP Steel & Power Limited	NSEI:MSPL	India	MSP Steel & Power Limited, bağlı şirketleriyle birlikte Hindistan'da ve uluslararası alanda demir ve çelik ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket, TMT çubukları, MS kütükleri, sünger demir ve peletler; endüstriyel, altyapı, mühendislik, ev ve tarım sektörleri için kirişler, kanallar, açılar ve yuvarlak

			çubuklar dahil olmak üzere yapısal çelik ürünleri; ve katma değerli ürünler; ayrıca iş hizmetleri sağlamaktadır.
Henan Hengxing Science & Technology Co.,Ltd.	SZSE:002132	China	Henan Hengxing Bilim ve Teknoloji A.Ş. Çin'de metal ve kimyasal ürünler üretmekte ve satmaktadır. Şirket çelik kordonlar, hortum çelik telleri, galvanizli çelik teller, galvanizli çelik teller, elmas teller ve diğer metaller üretmekte olup güç kablolarında, UHV projelerinde, otomobil lastiklerinde, kauçuk hortumlarda, otoyollarda, yüksek hızlı demiryollarında, şehirlerarası raylarda, köprülerde, barajlarda, fotovoltaik güneş enerjisiyle çalışan gofret kesiminde ve diğer alanlarda kullanılmaktadır.
Fushun Special Steel Co.,LTD.	SHSE:600399	China	Fushun Special Steel Co.,LTD. Çin'de ve uluslararası alanda çelik ürünleri üretir ve satar. Şirket süper alaşım, takım ve kalıp çeliği, paslanmaz çelik, titanyum alaşımı, alaşımlı yapısal çelik ve rulman çeliği ürünleri sunar.
Xinyu Iron & Steel Co., Ltd	SHSE:600782	China	Xinyu Iron & Steel Co., Ltd Çin'de çelik ürünleri üretiyor ve satıyor. Şirket tel çubuklar, soğuk ve sıcak haddelenmiş saclar, orta ve kalın levhalar, özel çelik, silikon çelik, çelik tel, çelik tel, elektronik çelik ve metal ürünleri sunuyor.
Jai Balaji Industries Limited	NSEI:JAIBALAJI	India	Jai Balaji Industries Limited, öncelikli olarak Hindistan'da demir ve çelik ürünleri üretir ve pazarlar. Şirket, TMT çubukları, çimento, DRI, sünger demir, pik demir, ferro krom, siliko ve ferro manganez, sünek demir borular ve alaşımlı karbon ve yumuşak çelik kütükleri ve yuvarlakları sağlar.

Kaynak: Capital IQ, Şirketlerin internet siteleri

Şirket Adı	FD/FAVÖK
China Steel Corporation	20,5x
Hsin Kuang Steel Company Limited	16,7x
Osaka Steel Co., Ltd.	15,8x
Wei Chih Steel Industrial Co., Ltd.	12,5x
Algoma Steel Group Inc.	NM
Bansal Wire Industries Limited	17,3x
JSW Steel Limited	13,0x
Hankuk Steel Wire Co., Ltd.	11,9x
Huajin International Holdings Limited	NM
Gandhi Special Tubes Limited	12,1x
Dong Yang Steel Pipe Co., Ltd.	14,7x
MSP Steel & Power Limited	14,5x
Henan Hengxing Science & Technology Co.,Ltd.	19,8x
Fushun Special Steel Co.,LTD.	NM
Xinyu Iron & Steel Co., Ltd	13,8x
Jai Balaji Industries Limited	18,6x
Yurt Dışı Şirketler Ortalama	**15,5x**

Not: Söz konusu çarpan değerleri 04.06.2026 tarihi itibarıyladır.
Kaynak: Capital IQ

Benzer Şirket Seçiminde Kullanılan Metodoloji

Yurt içi benzer şirket seti oluşturulurken, metal ana sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketleri kapsayan ve sektörün genel performansını yansıtan BIST Metal Ana Endeksi (XMANA) referans alınmıştır. Bununla birlikte, XMANA endeksinde yer alan tüm şirketler analize dahil edilmemiş,

yalnızca Şirket ile benzer faaliyet alanlarına ve üretim yapısına sahip şirketler emsal setine dahil edilmiştir. Bu yaklaşım ile, karşılaştırma setinin Şirket'in faaliyet yapısını daha sağlıklı yansıtması amaçlanmıştır.

Şirket'in faaliyet gösterdiği demir-çelik sektörü, ürün bazında önemli farklılıklar içeren ve homojen bir yapıdan uzak bir sektördür. Bu kapsamda Kardemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin üretim yapısı incelendiğinde; kütük üretiminden profil, filmaşin ve inşaat demiri gibi nihai ürünlere kadar uzanan, çok segmentli ve entegre bir üretim modeline sahip olduğu görülmektedir.

Sektör genelinde şirketlerin yalnızca belirli ürün segmentlerinde (uzun ürün, yassı ürün, boru/profil vb.) faaliyet gösterebildiği dikkate alındığında, Şirket'in faaliyet yapısı tek bir alt segmente indirgenemeyecek ölçüde çeşitlilik içermektedir. Bu nedenle emsal setinin yalnızca belirli bir ürün segmentine göre daraltılması durumu dikkate alındığında :

- Şirket'in faaliyetlerinin bütüncül olarak temsil edilememesi,
- Örneklem büyüklüğünün anlamlı ölçüde azalması,
- Sonuçların belirli ürün segmentlerine aşırı duyarlı hale gelmesi

riskleri ortaya çıkabilmektedir.

Bu nedenle çalışmada, aşırı daraltıcı ve aşırı genişletici yaklaşımlardan kaçınılarak, sektör dinamiklerini temsil eden dengeli ve yeterli büyüklükte bir örneklem seti oluşturulmuştur. Örneklem seçiminde ortaya çıkabilecek potansiyel sapmalar ise aşağıdaki metodolojik uygulamalar ile sınırlandırılmıştır:
• Uç değer eliminasyonu: 5,0x altı ve 30,0x üzeri FD/FAVÖK çarpanları analiz dışı bırakılmıştır.
• Ortalama kullanımı: Uç değerlerin gözlem serisinden ayıklanması ve örneklem büyüklüğünün yeterli olması nedeniyle, merkezi eğilim ölçüsü olarak ortalama değer kullanılmıştır.

Bu yaklaşım, farklı alt segmentlerde faaliyet gösteren şirketlerin çarpanlar üzerindeki etkisini istatistiksel olarak sınırlayan ve uluslararası değerleme uygulamaları ile uyumlu bir yöntemdir.

Sonuç olarak, emsal şirket seti oluşturulurken amaç; Şirket'in çok segmentli ve entegre üretim yapısını en sağlıklı şekilde yansıtabilecek, yeterli büyüklükte ve istatistiksel olarak güvenilir bir karşılaştırma kümesi oluşturmaktır. Bu kapsamda kullanılan metodoloji, hem sektörün yapısal özellikleri hem de uluslararası değerleme standartları ile uyumlu olacak şekilde kurgulanmıştır.

Yurt dışı emsal şirket seti oluşturulurken, Kardemir Çelik'in faaliyet gösterdiği demir-çelik sektörünün operasyonel dinamikleri esas alınmıştır. Bu kapsamda seçilen şirketler; ham çelik üretimi, kütük üretimi ve uzun ürün odaklı nihai ürünler (profil, filmaşin, inşaat demiri vb.) üretimi gibi temel faaliyet alanlarında benzer üretim süreçlerine sahip olmaları dikkate alınarak belirlenmiştir.

Söz konusu şirketlerin büyük ölçüde entegre tesis yapısına veya benzer üretim zincirine sahip olmaları, hammadde kullanım yapısı, maliyet bileşenleri ve kapasite kullanım dinamikleri açısından Kardemir ile karşılaştırılabilir bir yapı sunmalarını sağlamaktadır.

Ayrıca, emsal setine dahil edilen şirketlerin farklı coğrafyalarda faaliyet göstermesine rağmen, demir-çelik sektörünün küresel ölçekte benzer arz-talep dengeleri, fiyatlama mekanizmaları ve döngüsel özellikler göstermesi nedeniyle operasyonel anlamda karşılaştırılabilir oldukları değerlendirilmiştir.

Bu doğrultuda, belirlenen yurt dışı emsal şirket setinin, Kardemir Çelik'in operasyonel faaliyetlerini ve sektör içindeki konumunu yansıtacak nitelikte olduğu kabul edilmiştir.

5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

İşbu değerleme çalışmasında, çarpan analizine ilişkin yerleşik piyasa uygulamaları çerçevesinde, Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.'nin özsermaye değeri Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") çarpanı kullanılarak hesaplanmıştır.

Çarpan analizinde, uç değerler dışlandıktan sonra piyasa uygulamalarında yaygın olarak kullanılan değerleme yaklaşımı doğrultusunda yurt içi ve yurt dışı benzer şirket verileri dikkate alınmıştır. Kullanılan çarpanların hesaplanmasında, şirket bazlı sapmaların ve aşırı değerlerin etkisini azaltmak amacıyla uç değerler hariç tutularak ortalama değerler esas alınmış, yurt içi ve yurt dışı benzer şirket grupları eşit ağırlıkla değerlendirmeye alınmıştır.

FD/FAVÖK çarpanı, şirketlerin operasyonel kârlılığını esas alan ve sermaye yapısından bağımsız olarak faaliyet performansını ölçmeye imkân sağlayan temel değerleme rasyolarından biridir. Demir-çelik sektöründe faaliyetlerin döngüsel yapısı, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve kârlılık volatilitesi dikkate alındığında, FD/FAVÖK çarpanı piyasa katılımcıları tarafından en güvenilir operasyonel değerleme göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir.

Bu kapsamda, yurt içi benzer şirketler için FD/FAVÖK çarpanı 14,1x, yurt dışı benzer şirketler için ise 15,5x olarak hesaplanmıştır. Söz konusu çarpanlara eşit ağırlık verilmesi sonucunda ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK çarpanı 14,8x olarak belirlenmiştir.

Şirket'in son 12 aylık FAVÖK'ü 59.510.529 ABD Doları olup, kullanılan 14,8x FD/FAVÖK çarpanı doğrultusunda Şirket'in Firma Değeri 878.549.521 ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Bu değerden, 31.03.2026 tarihi itibarıyla 286.564.791 ABD Doları seviyesindeki net borcun düşülmesi sonucunda Şirket'in özsermaye değeri 591.984.730 ABD Doları olarak hesaplanmaktadır.

Bu kapsamda, şirket değerlemesinde faaliyet performansını doğrudan yansıtan ve şirketlerin sermaye yapısından bağımsız olarak karşılaştırılmasına imkân sağlayan FD/FAVÖK çarpanının sağlıklı bir değerleme göstergesi sunduğu değerlendirilmiştir. Buna göre, FD/FAVÖK çarpan analizi kapsamında Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.'nin nihai özsermaye değeri 591.984.730 ABD Doları olarak takdir edilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	14,1x	50%
Yurt dışı	15,5x	50%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	**14,8x**	**100%**
FAVÖK (Son 12 Aylık) - USD	59.510.529	
Firma Değeri - USD	**878.549.521**	
Net borç (31.03.2026 itibarıyla) - USD	286.564.791	
Özsermaye Değeri - USD	**591.984.730**	

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.2. Değerleme Sonucu

Şirket için gerçekleştirilen değer tespiti çalışmasında, halka açık şirket yatırımcıları tarafından yaygın olarak kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve Çarpan Analizi yöntemleri esas alınmıştır. Değerleme çalışmasında, her iki yöntemin Şirket değerini farklı perspektiflerden yansıtması dikkate alınarak temkinli bir yaklaşım benimsenmiş ve söz konusu yöntemlere eşit ağırlık (%50 - %50) verilmiştir.

Bu kapsamda, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi sonucunda 780.967.936 ABD Doları, Çarpan Analizi yöntemi sonucunda ise 591.984.730 ABD Doları özsermaye değerine ulaşılmıştır. Söz konusu iki yöntemin eşit ağırlıklandırılması neticesinde, Şirket'in ağırlıklandırılmış halka arz öncesi özsermaye değeri 686.476.333 ABD Doları olarak hesaplanmaktadır.

Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri, 04.06.2026 tarihi itibarıyla 45,8873 USD/TL kuru üzerinden Türk Lirası'na çevrildiğinde, Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 31.500.545.447 TL olarak hesaplanmaktadır.

Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Buna göre, halka arz iskontosu sonrası özsermaye değeri 25.200.436.358 TL seviyesinde oluşmaktadır.

31.03.2026 tarihi itibarıyla 720.000.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermaye dikkate alındığında, halka arz öncesi 1 TL nominal değerli pay başına değer 43,75 TL olarak hesaplanmaktadır. Uygulanan halka arz iskontosu sonrasında ise 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatı 35,00 TL olarak tespit edilmiştir. Buna göre, Şirket için **1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatı 35,00 TL olarak hesaplanmaktadır.**

Kardemir Çelik- Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	780.967.936	%50
Çarpan Analizi	591.984.730	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)	**686.476.333**	**%100**
USD/TL*	45,8873	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	**31.500.545.447**	

*04.06.2026 USD/TL kuru

Kardemir Çelik - Değerleme Sonuç	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	31.500.545.447
Ödenmiş Sermaye (TL)	720.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	43,75
Halka Arz İskonto Oranı	%20,0
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	25.200.436.358
Halka Arz Fiyatı (TL)	**35,00**

Kaynak: Vakıf Yatırım

6. Ekler

6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

04.06.2026

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 04.06.2026 tarihli Kardemir Çelik Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Uğur FİDAN
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

04.06.2026

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 04.06.2026 tarihli değerleme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Uğur FİDAN
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

Mehmet Doğa Doğmuş
SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/17FB045A-C0EB-4002-9DE0-F6E0F18948F5

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	26.09.2022	024566	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5963633D-5D5B-436D-A0E2-62C0C97CAA99

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	20.06.2023	92/113	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Kredi Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/35DFF5A2-51FF-4594-8F09-E6009E9EA2A7

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	[illegible]	92/244	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CC4A4AA-89B6-4D10-BD9E-CF31F2FA6041

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	29.08.2023	92/542	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Deniz Demir
SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/BDFD46C7-B0A8-4D6E-BB13-E1A73CA4630A

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	11.12.2025	[illegible]	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/26C0A9C1-B2FA-40DD-A55C-EDF4FCE29B40

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	11.12.2025	[illegible]	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin