

ERDEMİR

Nötr
(↔)

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr**Hedef fiyatımızı 46 TL'ye yükseltirken Nötr tavsiyemizi koruyoruz.**

Erdemir, 2Ç26'da 8,55 milyar TL net kâr açıkladı. Net kâr, iyileşen operasyonel sonuçlar ve Haziran ayında üretim faaliyetleri için kurumlar vergisi oranının %12,5'e indirilmesi sonrasında ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin yeniden ölçülmesinden kaynaklanan 9,61 milyar TL ertelenmiş vergi geliri sayesinde y/y ~%554 (USD bazında ~%458) arttı. Net satışlar, daha yüksek satış hacimleri ve daha yüksek ortalama satış fiyatının desteğiyle 64,88 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, y/y ~%57 (USD bazında ~%34) artış kaydetti. FAVÖK, y/y ~%59 (USD bazında ~%36) artışla 6,58 milyar TL olurken, düzeltilmiş ton başına FAVÖK 75 USD/ton seviyesinde gerçekleşti (y/y ~%17, ç/ç ~%3 artış). Net borç, işletme sermayesindeki normalleşme (2Ç24'ten bu yana ilk işletme sermayesi nakit çıkışı) ve Haziran ayında ödenen 4,36 milyar TL temettü nedeniyle USD bazında ~%20 artarak 0,85 milyar USD seviyesine yükseldi. Buna karşın kaldırıcı rahat seviyesini korudu; Net Borç/Son 12 Ay FAVÖK oranı 1,6x olarak gerçekleşti (1Ç26: 1,4x).

Tahminlerle karşılaştırma: Operasyonel sonuçlar hem piyasa beklentileri hem de bizim tahminlerimizle uyumlu gerçekleşirken, net kâr ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle piyasa beklentisinin yaklaşık %62 üzerinde gerçekleşti; buna karşın bizim tahminimizle genel olarak uyumlu kaldı.

2026 beklentileri korundu: Yönetim, ~ 8,2 milyon ton satış hacmi (2025: 7,8 milyon ton), 75-85 USD/ton FAVÖK (2025: 66 USD/ton) ve yaklaşık 600 milyon USD yatırım harcaması (2025: 775 milyon USD) beklentilerini korudu.

2026 tahminlerimiz: Satış hacmi tahminimizi 8,3 milyon tondan ~8,5 milyon tona yükseltirken, FAVÖK tahminimizi ~799 milyon USD'den 721 milyon USD'ye revize ediyoruz. Net işletme sermayesi/satışlar oranı varsayımımızı %17'den ~%18'e yükseltirken, 600 milyon USD yatırım harcaması tahminimizi koruyoruz. Ayrıca, üretim faaliyetlerine uygulanan vergi oranındaki indirimle paralel olarak efektif vergi oranı varsayımımızı da aşağı çekiyoruz.

Yorum: Hisse, 2026 için ~731 milyon USD seviyesinde olan Bloomberg konsensüs tahminine göre yaklaşık 9,5x FD/2026T FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Bu tahmin, 2Y26'da yaklaşık 417 milyon USD FAVÖK anlamına geliyor. 2Ç26'daki HRC fiyat artışının gecikmeli etkisinin 3Ç26'da finansallara yansımaları bekliyoruz. Ancak Temmuz ayında HRC fiyatlarının 2Ç26 ortalamasının yaklaşık %5 altında seyretmesi, 3Ç26 sonrasında ilave yukarı yönlü potansiyeli sınırlayabilir. Bu nedenle piyasa beklentilerinin fiyat geçişinin büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. 2Y26 için ima edilen FAVÖK, 2Ç26 gerçekleşmesinin belirgin üzerinde olduğundan mevcut değerlendirme bize adil seviyesinde görünüyor ve yalnızca operasyonel gelişmelerle hissede yeniden değerlendirme için sınırlı alan görüyoruz. İlave yukarı yönlü potansiyel ise (i) spot fiyatların toparlanmasına, (ii) ilave korumacı ticaret önlemlerine veya (iii) Alacahan Altın Projesi'ne ilişkin haber akışına bağlı olacaktır.

Değerleme ve tavsiye: Modelimizi çeyreklik sonuçların ardından güncelleyerek son makro varsayımlarımızı yansıttık ve iskonto dönemimizi bir çeyrek ileri taşıdık. Buna bağlı olarak 12 aylık hedef fiyatımızı 42 TL'den 46 TL'ye yükseltiyor, Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz, USD bazında 7,5x FD/İleri 12 Ay FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

Çeyreklik Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	64,883	41,413	+56.7%	59,685	+8.7%	64,401	64,401	+0.7%
FAVÖK	6,582	4,134	+59.2%	5,820	+13.1%	6,588	6,455	-0.1%
EBITDA Margin	10.1%	10.0%	+0.2y.p.	9.8%	+0.4y.p.	10.2%	10.0%	-0.1y.p.
Net Kar	8,549	1,307	+554.3%	384	+2,127.2%	5,278	8,222	+62.0%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	46.00 (önceki 42.00)
Güncel Fiyat, TL	38.68
Getiri Potansiyeli	19%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	270,760
Firma Değeri, mn TL	314,727

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	208,910	269,154	335,996	407,210
FAVÖK, mn TL	20,451	33,792	51,824	75,302
Net Kâr, mn TL	512	10,201	17,754	28,955

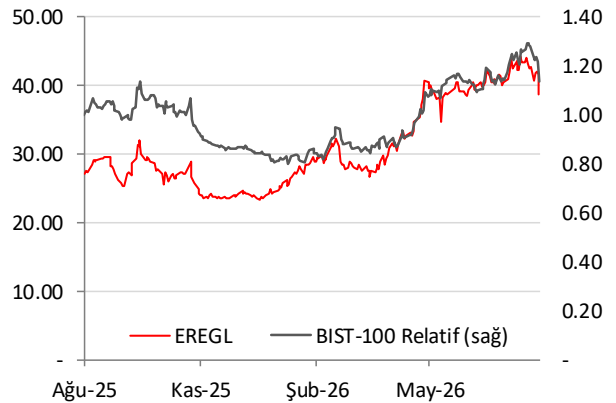
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	42,864	62,744	86,814	106,930
Net Borç/FAVÖK	2.1	1.9	1.7	1.4

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	9.8%	12.6%	15.4%	18.5%
Net Marj	0.2%	3.8%	5.3%	7.1%
Temettü Verimi	1.0%	1.4%	2.8%	4.8%

Büyüme				
Ciro, y/y	2.4%	28.8%	24.8%	21.2%
FAVÖK, y/y	-3.0%	65.2%	53.4%	45.3%
Net Kâr, y/y	-96.2%	1893.2%	74.0%	63.1%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	344.2	26.5	15.3	9.4
FD/FAVÖK	10.9	10.0	7.0	5.1
FD/Ciro	1.1	1.3	1.1	0.9

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-6.3%	1.9%	43.8%	64.6%
BIST-100 Relatif	-1.4%	11.2%	14.4%	34.5%
AOİH, mn TL	5,325	5,808	5,454	5,508



Piyasa verileri 7 Ağustos 2026 tarihli.

Analist toplantısında öne çıkan başlıklar:

- **2Ç26'da küresel fiyatlama talepten çok maliyet ve jeopolitik tarafından şekillendi.** ABD-İran gerilimi ve Hürmüz Boğazı'na dair arz endişeleri petrol ve lojistik maliyetlerini yukarı çekerken, Çin'de zayıf iç talep, Avrupa'da düşük tüketim ve küresel çelik talebindeki yavaşlama fiyat artışlarını sınırladı; çeyrek sonuna doğru enerji maliyeti baskısı hafiflese de güçlü dolar, sıkı finansal koşullar ve zayıf nihai talep nedeniyle anlamlı bir toparlanma görülmedi.
- **Türkiye tarafında hacimler güçlü seyreliyor.** 1Y26'da ham çelik üretimi %8 artışla 19,8 milyon tona ulaştı (Avrupa'nın en büyük, dünyanın yedinci büyük üreticisi); tüketim %7, ihracat %1 arttı, ithalat 9,3 milyon ton ile yatay kaldı ve ihracatın ithalatı karşılama oranı %84'e yükseldi. En büyük ihracat pazarı AB'yi MENA ve BDT izlerken, tedarikte Çin yıllık bazda gerilemesine rağmen ilk sıradaki yerini korudu.
- **Ticaret politikası ana değişti.** SKDM'nin 1 Ocak'ta kesin faza geçmesiyle karbon yoğunluğu ithalat fiyatlamasında daha belirgin bir unsur haline geldi; AB'nin 1 Temmuz 2026'da korunma önlemleri rejiminin yerine yürürlüğe giren yeni ithalat rejiminde gümrüksüz tarife kotaları 2024 bazına göre ~%47 daraltıldı ve kota dışı vergi %25'ten %50'ye çıkarıldı.
- **3Ç26 görünümü:** Satış hacmi ilk iki çeyreğe benzer, ~2,1 milyon ton olarak öngörülüyor. Ton başına FAVÖK'ün artan satış fiyatları ve hacimle yükselmesi bekleniyor.
- **Sipariş defteri doluluğu 2,5 ay seviyesinde:** Yönetim 3Ç26 satışlarının fiilen tamamlandığını, dolayısıyla yurt içi HRC fiyatlarındaki mevcut gerilemenin 3Ç26'yı değil 4Ç26'yı etkileyeceğini belirtti.
- **Güçlü iç talebi açıklayan belirli bir proje yok.** Ana müşteri grubu boru-profil ve haddeçiler olup ağırlıklı HRC satılıyor ve bu müşterilerin yaklaşık yarısı ihracatçı. Talep, ithalat baskısı altında geçen son birkaç yılın ardından normal seviyelerine dönüş olarak tanımlandı. Ticaret Bakanlığı'nın dahilde işleme rejimi revizyonu, sonuçlanan dumping soruşturmaları ve ek vergileri hem üreticileri hem çelik kullanıcıları sektörleri destekledi.
- **SKDM ve AB rejiminin etkisi** Erdemir özelinde sınırlı olarak değerlendiriliyor. Gerekçe, iç talebin güçlü olması nedeniyle ihracat payının bilinçli olarak %10-15 bandına çekilmesi. Sektör geneli için yönetim, AB iç fiyatları ile ithalat fiyatları arasındaki geniş makasa ve Türkiye'nin AB kotalarındaki birinci sıradaki payına işaret ederek önlemlerin hedefinin Çin ve Uzak Doğu olduğunu, Türkiye'nin dumping yapmadığını savundu.
- **Yurt içinde korunma önlemleri:** Dahilde işleme rejiminin sıkılaştırılması veya yeni korunma önlemleri konusunda henüz yeni bir bilgi akışı bulunmuyor. Yönetim düzenleme çalışmalarının sürdüğünü bildiklerini, 2Y26'da bir adım beklentisi içinde olduklarını ancak bunun kesin olmadığını belirtti.
- **Altın sahalarında yeni gelişme yok.** Şirket, Kasım 2025'te açıkladığı mümkün (inferred) kaynak duyurusundan bu yana konuya ilişkin bir yeni bir gelişme olmadığını belirtti. Bundan sonraki gelişmelerin kamuya eş anlı olarak paylaşılacağı ifade edildi. Telekonferansta kaynak büyüklüğü, tenör veya olası bir geliştirme takvimine dair herhangi bir sayısal veya niteliksel detay verilmedi. Dolayısıyla şimdilik değerlemede opsiyon değeri olarak dahi modellenilebilecek bir zemin sunmuyor.

Tahmin Güncellemeleri						
	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Özet Tahminler						
Net satışlar	269,154	335,996	407,210	276,148	336,122	385,615
y/y	+28.8%	+24.8%	+21.2%	+32.2%	+21.7%	+14.7%
FAVÖK	33,792	51,824	75,302	37,407	53,853	73,513
FAVÖK marjı	12.6%	15.4%	18.5%	13.5%	16.0%	19.1%
Net kar	10,201	17,754	28,955	9,759	17,117	27,267
y/y	+1892.4%	+74.0%	+63.1%	+1806.1%	+75.4%	+59.3%
Tahminlerde Değişimler						
Net satışlar	-2.5%	-0.0%	+5.6%			
FAVÖK	-9.7%	-3.8%	+2.4%			
FAVÖK marjı	-1.0pp	-0.6pp	-0.6pp			
Net kar	+4.5%	+3.7%	+6.2%			
Hedef Fiyat & Öneri						
12A HF		46			42	
Değişim		+9.5%				
Öneri		Nötr			Nötr	
Değişim		↔				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	41,413	52,958	60,995	59,685	64,883
Brüt Kar	3,866	4,171	6,726	4,806	5,879
Operasyonel Giderler	2,346	2,403	2,617	2,662	3,122
Faaliyet Karı	1,520	1,767	4,109	2,144	2,757
FAVÖK	4,134	4,737	7,453	5,820	6,582
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,548)	(1,700)	(890)	(1,247)	(3,431)
Vergi Öncesi Kar	(28)	67	3,219	896	(674)
Vergi Geliri / (Gideri)	1,396	633	(5,041)	(491)	9,485
Vergi Sonrası Net Kar	1,368	700	(1,822)	406	8,811
Azınlık Payları	61	49	50	22	262
Net Kar	1,307	651	(1,872)	384	8,549
Büyüme (Yıllık)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	-17.9%	8.7%	10.7%	11.5%	56.7%
Operasyonel Giderler	19.0%	20.9%	14.3%	30.3%	33.1%
Faaliyet Karı	-64.4%	-24.5%	3,320.8%	21.9%	81.4%
FAVÖK	-35.3%	4.2%	182.2%	41.0%	59.2%
Net Kar	-70.2%	-18.7%	-169.5%	-10.0%	554.3%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Brüt Kar Marjı	9.3%	7.9%	11.0%	8.1%	9.1%
Operasyonel Gider Marjı	5.7%	4.5%	4.3%	4.5%	4.8%
Faaliyet Kar Marjı	3.7%	3.3%	6.7%	3.6%	4.2%
FAVÖK Marjı	10.0%	8.9%	12.2%	9.8%	10.1%
Efektif Vergi Oranı	5,058.3%	-939.0%	156.6%	54.7%	1,407.7%
Net Kar Marjı	3.2%	1.2%	-3.1%	0.6%	13.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	0.4%	0.5%	0.3%	1.2%	1.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	36.1%	24.9%	29.3%	30.3%	5.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	31.0%	17.7%	19.0%	24.8%	1.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	361.8%	278.2%	239.4%	310.3%	49.0%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	-8.6%	6.2%	7.2%	4.8%	3.0%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	25.3%	17.7%	18.5%	21.5%	-3.7%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	14,958	13,176	17,844	18,062	3,223
Düzeltilme Öncesi Kar	1,368	700	(1,822)	406	8,811
Amortisman ve İtfa Payları	2,614	2,969	3,344	3,676	3,824
İşletme Sermayesindeki Değişim	10,462	9,355	11,312	12,843	(2,428)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	515	152	5,010	1,137	(6,985)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(2,133)	(3,797)	(6,256)	(3,268)	(2,063)
Sabit Sermaye Yatırımları	3,547	(3,288)	(4,374)	(2,845)	(1,921)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(5,679)	(509)	(1,882)	(424)	(141)
Serbest Nakit Akımı	12,826	9,379	11,588	14,793	1,160
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(2,095)	1,466	3,603	(10,427)	(8,474)
Finansal Borçlardaki Değişim	(2,017)	5,371	4,779	(6,822)	(3,008)
Temettü	–	(1,717)	(0)	–	(4,362)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(78)	(2,187)	(1,176)	(3,605)	(1,105)
Çevrim Farkları	2,922	2,912	2,567	4,034	4,668
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	13,652	13,757	17,758	8,401	(2,646)

Bilanço (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	212,418	229,846	250,627	257,051	265,475
Nakit ve Nakit Benzerleri	83,897	97,706	115,477	123,933	121,326
Finansal Yatırımlar	–	–	–	222	235
Ticari Alacaklar	26,111	26,581	27,448	27,036	25,958
Stoklar	84,457	87,652	89,386	88,430	99,517
Diğer Dönen Varlıklar	17,953	17,907	18,317	17,652	18,674
Duran Varlıklar	279,947	293,801	307,904	319,695	333,624
Finansal Yatırımlar	179	180	186	183	183
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,298	1,399	1,471	1,588	1,825
Maddi Duran Varlıklar	250,362	263,528	277,300	291,730	306,778
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9,534	9,915	10,271	10,523	10,919
Şerefiye	746	780	805	834	875
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1,296	1,352	1,395	1,444	1,513
Diğer Duran Varlıklar	16,531	16,647	16,477	13,392	11,532
Toplam Varlıklar	492,365	523,646	558,531	576,746	599,099
Kısa Vadeli Yükümlülükler	90,224	102,484	116,913	126,599	148,786
Finansal Borçlar	28,680	34,984	40,017	38,032	59,533
Ticari Borçlar	50,582	59,863	68,762	75,072	81,016
Ertelenmiş Gelirler	1,579	1,690	1,846	1,912	2,390
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,383	5,947	6,288	11,583	5,848
Uzun Vadeli Yükümlülükler	127,072	132,297	144,338	145,299	121,532
Finansal Borçlar	106,619	111,816	118,324	117,595	101,541
Ertelenmiş Gelirler	–	–	–	–	–
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	13,317	13,119	19,244	20,399	11,364
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,135	7,362	6,771	7,305	8,627
Özkaynaklar	275,069	288,865	297,280	304,848	328,781
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	266,482	279,760	287,772	295,496	318,647
Azınlık Payları	8,586	9,105	9,508	9,352	10,134
Toplam Kaynaklar	492,365	523,646	558,531	576,746	599,099
Yatırım Sermayesi	346,924	358,440	366,158	364,245	388,520
Toplam Borç	135,299	146,800	158,341	155,627	161,074
Net İşletme Sermayesi (NİS)	59,986	54,370	48,071	40,394	44,459
NİS / S12A Satışlar	30.2%	26.8%	23.0%	18.8%	18.6%
Net Borç (NB)	51,402	49,094	42,864	31,471	39,512
NB / S12A FAVÖK	3.3	3.1	2.1	1.4	1.6
NB / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(55,217)	(62,722)	(75,460)	(86,124)	(62,029)
KV ND / S12A FAVÖK	-3.6	-4.0	-3.7	-3.9	-2.5
YPP (Türev Korunma Dahil)	(1,708)	(4,121)	(1,710)	(5,256)	(6,305)

AKYatırım

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