



HEDEF FİYAT	60.34 TL
KAPANIŞ	45.5 TL
GETİRİ	+32.6%
ÖNCEKİ HF	60.34 TL
HF DEĞİŞİM	0%

## Beklentilerden düşük nakit maliyetler

### 1Ç24 net karı beklentilerin üzerinde ...

Erdemir, 2024 yılının ilk çeyreğinde 4,8 milyar TL'lik kar beklentimiz ve 5,0 milyar TL'lik piyasa beklentisinin üzerinde 5,6 milyar TL kar elde etti. Net kardaki sapma operasyonel karlılık beklentilerimizin üzerinde gerçekleşti. 7,5 milyar TL'lik 1Ç24 FAVÖK, 5,4 milyar TL tahminimizin üzerinde ancak 7,0 milyar TL'lik RT piyasa beklentisine paralel gerçekleşti.

### Ilıman ürün fiyatları net satışları büyümesini sınırladı...

1Ç24 net satışları 53,9 milyar TL'lik tahminimizin gerisinde ancak 49,0 milyar TL'lik piyasa beklentisine paralel 49,7 milyar TL olarak gerçekleşti. 1Ç24'de yıllık bazda %50 artan üretim ile, 1Ç24'de toplam çelik sevkiyatları yıllık bazda %28 artarak 2,0 milyon ton (çeyreksele -%7) gerçekleşti. Uzun çelik satışları %7 ç-ç artarak 256 bin ton ve yassı çelik satışları çeyreksele bazda %7 azalarak 1,7 milyon ton olarak gerçekleşti. İhracat satışları 1Ç24'de %2 ç-ç artışla 292 bin tona geriledi ve toplam satışların %14,8'üne işaret etti.

### Görece düşük nakit maliyetler karlılığı destekledi...

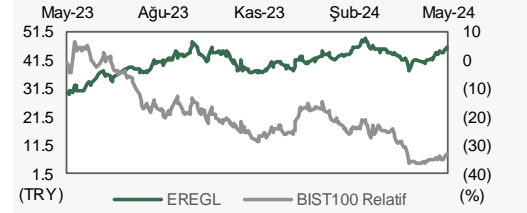
Çeyreksele bazda ürün fiyatlarındaki %5 artışla birlikte, birim başına konsolide FAVÖK 1Ç24'de çeyreksele bazda 38 ABD Doları / ton artarak 123 ABD Doları / ton olarak gerçekleşti. Beklentimiz 86 ABD Doları / ton seviyesindeydi. Nakit maliyetler, beklentimizden düşük gerçekleşen demir cevheri maliyetleri ile çeyreksele bazda yatay kalarak 690 ABD Doları / ton olarak üzerinde gerçekleşti. 5 milyar TL'lik yatırım harcaması ve 3,2 milyar TL'lik artan işletme sermayesi ile birlikte net borç pozisyonu çeyreksele bazda 12,5 milyar TL artarak 54,4 milyar TL seviyesine yükseldi.

### Sınırlı getiri potansiyeli ile TUT önerimizi koruyoruz...

Sınırlı getiri potansiyeli ile önerimizi ise TUT olarak koruyoruz. Daha iyi satış hacmine rağmen, çelik üretim karlılıklarının tarihsel ortalamalara dönüşümünün çok kademeli görüldüğünü ve yakın vadede hisse senedi iştahının sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Uzun vadeli yatırımcılar için bir sonraki iyileşen çelik üretim karlılığı için daha iyi bir giriş noktası arıyoruz.

## Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	147,900	232,131	280,248	338,689
VAFÖK	15,573	35,132	55,205	67,103
Net kar	4,033	21,830	34,603	42,232
Kar marjı (%)	2.7	9.4	12.3	12.5
VAFÖK marjı (%)	10.5	15.1	19.7	19.8
Satış büyümesi (%)	15.7	57.0	20.7	20.9
F/K (x)	34.1	4.3	6.6	6.5
FD/VAFÖK (x)	10.3	5.9	3.9	3.4
PD/DD (x)	0.7	0.6	0.5	0.4
Net borç/VAFÖK (x)	2.7	1.2	0.9	0.9
Net borç/Özsermaye (x)	0.2	0.2	0.2	0.2
Özsermaye verimliliği (%)	2.7	10.0	12.3	12.3



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	9.5	(0.7)	53.1
BIST100 relatif getiri (%)	4.7	(12.5)	(32.4)
Son kapanış fiyatı	45.50		
12 Aylık yüksek/düşük	15,16/5,25		
Piyasa değeri (Milyon TL)	159,250		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	5,697.7		
Halka açıklık (%)	48.0		
Hisse sayısı (Milyon)	3,500		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Erdemir; TEB Yatırım Hesaplamaları

# Finansal tablolar

## Erdemir

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	127,783	147,900	232,131	280,248	338,689
Satışların Maliyetleri	(100,391)	(131,805)	(192,363)	(218,628)	(263,593)
<b>Brüt kar (zarar)</b>	<b>27,391</b>	<b>16,094</b>	<b>39,768</b>	<b>61,620</b>	<b>75,096</b>
Diğer operasyonel gelirler	-	-	-	-	-
Operasyonel giderleri	(737)	(521)	(4,636)	(6,415)	(7,993)
<b>VAFÖK</b>	<b>26,655</b>	<b>15,573</b>	<b>35,132</b>	<b>55,205</b>	<b>67,103</b>
Amortisman	(3,494)	(5,373)	(8,692)	(12,048)	(14,355)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
<b>Ana operasyonel gelir (zarar)</b>	<b>23,161</b>	<b>10,201</b>	<b>26,440</b>	<b>43,157</b>	<b>52,748</b>
Net finansman maliyetleri	(1,539)	(4,390)	2,981	3,373	4,026
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	73	78	172	188	221
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	491	3,027	246	264	300
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar (zarar)</b>	<b>22,112</b>	<b>8,837</b>	<b>29,667</b>	<b>46,794</b>	<b>57,074</b>
Vergi geliri (gideri)	(3,459)	(4,508)	(7,417)	(11,698)	(14,268)
<b>Vergi sonrası kar (zarar)</b>	<b>18,653</b>	<b>4,329</b>	<b>22,250</b>	<b>35,095</b>	<b>42,805</b>
Azınlık payları	(648)	(296)	(420)	(492)	(573)
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
<b>Ana ortaklık payları</b>	<b>18,005</b>	<b>4,033</b>	<b>21,830</b>	<b>34,603</b>	<b>42,232</b>
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
<b>Tekrarlanan ana ortaklık payları</b>	<b>18,005</b>	<b>4,033</b>	<b>21,830</b>	<b>34,603</b>	<b>42,232</b>
<b>Hisse başına (TL)</b>					
Tekrarlanan hisse başına kar	5.14	1.15	6.24	9.89	12.07
Hisse başına kar	5.14	1.15	6.24	9.89	12.07
Hisse başına temettü	0	0	4.68	7.41	9.05
Hisse sayısı (bin)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>Yıllık değişim</b>					
Net satışlar (%)	87.3	15.7	57.0	20.7	20.9
VAFÖK (%)	0.7	(41.6)	125.6	57.1	21.6
Ana operasyonel gelir (%)	(5.1)	(56.0)	159.2	63.2	22.2
Tekrarlanan net kar (%)	16.0	(77.6)	441.3	58.5	22.0
Net kar (%)	16.0	(77.6)	441.3	58.5	22.0
<b>Operasyonel performans</b>					
Brüt kar marjı (%)	21.4	10.9	17.1	22.0	22.2
VAFÖK marjı (%)	20.9	10.5	15.1	19.7	19.8
Ana operasyonel gelir marjı (%)	18.1	6.9	11.4	15.4	15.6
Kar marjı (%)	14.1	2.7	9.4	12.3	12.5
Efektif vergi oranı (%)	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
Temettü oranı (%)	0.0	0.0	75.0	75.0	75.0
Faiz karşılama (x)	15.4	3.0	n/m	n/m	n/m
Stok gün sayısı	132.9	154.3	136.6	137.4	133.9
Ticari borç gün sayısı	38.6	44.4	37.5	39.3	39.2
Ticari alacak gün sayısı	32.7	48.0	41.8	37.0	36.0
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	20.1	5.8	10.4	13.1	13.1
Kullanılan sermaye getirisi (%)	17.9	6.4	8.9	11.4	11.5
Özsermaye getirisi (%)	18.2	2.7	10.0	12.3	12.3
Varlık getirisi (%)	13.0	3.2	5.4	6.8	6.8

Kaynak: Erdemir; TEB Yatırım Hesaplamaları

# Finansal tablolar

## Erdemir

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	18,005	4,033	21,830	34,603	42,232
Amortisman	3,494	5,373	8,692	12,048	14,355
Azınlık payları	648	296	420	492	573
Diğer nakit dışı düzeltmeler	(14,806)	(14,696)	1,939	(7,531)	(14,238)
İşletme sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0
<b>Operasyonel nakit akışı</b>	<b>7,341</b>	<b>(4,994)</b>	<b>32,881</b>	<b>39,612</b>	<b>42,923</b>
Duran varlık harcamaları - bakım	0	0	0	0	0
Duran varlık harcamaları - yeni	(11,983)	(23,242)	(33,646)	(29,582)	(27,560)
Yatırım gelirleri	0	0	0	0	0
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
<b>Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(11,983)</b>	<b>(23,242)</b>	<b>(33,646)</b>	<b>(29,582)</b>	<b>(27,560)</b>
Temettü ödemeleri	(15,575)	0	0	(16,373)	(25,952)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	0	0	0	0	0
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	12,904	38,160	39,457	29,838	27,882
<b>Finansman faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(2,671)</b>	<b>38,160</b>	<b>39,457</b>	<b>13,465</b>	<b>1,930</b>
Durdurulan faaliyet nakit akışı	0	0	0	0	0
Diğer düzeltmeler	0	0	0	0	0
<b>Net diğer düzeltmeler</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Toplam nakit akışı</b>	<b>(7,313)</b>	<b>9,924</b>	<b>38,692</b>	<b>23,496</b>	<b>17,292</b>
Serbest nakit akışı (Firma)	(7,605.07)	(34,040.23)	(10,527.73)	(2,595.29)	(151.67)
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	15,575.00	0.00	0.00	16,372.79	25,952.21

Hisse başına (TL)					
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	(2.17)	(9.73)	(3.01)	(0.74)	(0.04)
Hisse başına serbest nakit akışı	4.45	0	0	4.68	7.41
Hisse başına nakit akışı	2.10	(1.43)	9.39	11.32	12.26

Bilanço (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	199,304	364,000	513,100	648,493	785,825
Eksi: birikmiş amortisman	(118,588)	(216,584)	(305,301)	(385,862)	(467,576)
<b>Maddi duran varlıklar (Net)</b>	<b>80,716</b>	<b>147,415</b>	<b>207,799</b>	<b>262,631</b>	<b>318,249</b>
<b>Maddi olmayan duran varlıklar (Net)</b>	<b>4,953</b>	<b>7,553</b>	<b>9,953</b>	<b>11,676</b>	<b>13,521</b>
Uzun vadeli finansal yatırımlar	905	4,408	552	655	766
İştirak yatırımları	0	0	0	0	0
Nakit ve nakit benzeri	15,887	25,811	64,503	87,999	105,291
Ticari alacaklar	15,602	20,353	27,328	33,017	39,677
Stoklar	44,152	67,277	76,657	87,954	105,385
Diğer kısa vadeli varlıklar	5,015	21,077	12,468	13,558	14,482
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>80,656</b>	<b>134,518</b>	<b>180,956</b>	<b>222,527</b>	<b>264,836</b>
Diğer uzun vadeli varlıklar	9,269	17,744	26,546	31,737	37,813
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>176,499</b>	<b>311,639</b>	<b>425,806</b>	<b>529,226</b>	<b>635,184</b>
Ana ortağa ait özkaynak	115,645	186,191	252,166	312,398	374,601
Kontrol gücü olmayan paylar	3,017	5,337	7,152	8,920	10,942
<b>Toplam Özkaynak</b>	<b>118,662</b>	<b>191,529</b>	<b>259,318</b>	<b>321,318</b>	<b>385,543</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	8,408	10,980	47,538	62,118	75,789
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	13,520	19,838	26,313	32,285	38,436
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>21,928</b>	<b>30,818</b>	<b>73,851</b>	<b>94,403</b>	<b>114,225</b>
Ticari borçlar	11,228	23,427	20,638	23,680	28,373
Kısa vadeli finansal borçlar	21,172	56,761	59,659	74,917	89,128
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3,508	9,104	12,339	14,908	17,915
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>35,909</b>	<b>89,292</b>	<b>92,637</b>	<b>113,505</b>	<b>135,416</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>176,499</b>	<b>311,639</b>	<b>425,806</b>	<b>529,226</b>	<b>635,184</b>
Net işletme sermayesi	28,861	19,416	23,816	21,023	24,128
Yatırılmış sermaye	124,704	196,536	268,666	327,722	394,477

Hisse başına (TL)					
Hisse başına defter değeri	33.04	53.20	72.05	89.26	107.03
Hisse başına maddi defter değeri	31.63	51.04	69.20	85.92	103.17
<b>Finansal sağlık</b>					
Net borç/Özkaynak(%)	11.5	21.9	16.5	15.3	15.5
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	7.8	13.5	10.0	9.3	9.4
Cari oran (x)	2.2	1.5	2.0	2.0	2.0
Nakit akışı faiz karşılama (x)	18.9	6.3	n/m	n/m	n/m

Kaynak: Erdemir; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.