

VAFÖK verimlilik yatırımlarıyla iyileşti – sonuçlar beklentilere paralel

TUT (önceki TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	33,72	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	42,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	236.040 / 5.247	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	50 / -6				
Halka Açıklık Oranı	48	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	5335,1				
TMS/TFRS - USD milyon	1Ç26	1Ç25	Yıllık Δ	4Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	1.368	1.480	-8%	1446	-%5	1267	1.342
VAFÖK	137	99	38%	160	-%14	141	138
Net Kar	9	12	-25%	-44	a.d.	8	7
VAFÖK Marjı	10,0%	6,7%	3,3pp	11,1%	-1,1 pp	11,1%	10,3%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

*Rasyonetten alınan piyasa tahminleri dönem ortalama kuru olan 43,60'den şirketin fonksiyonel para birimi olan USD cinsine çevrilmiştir.

1Ç26 Sonuçları

Erdemir 1Ç26'da 9 milyon USD net kar (1Ç25: 12 milyon USD net kar) açıkladı. Bizim beklentimiz 8 milyon USD ve piyasa beklentisi 7 milyon USD net kar elde edilmesiydi. Faaliyet karlılığındaki iyileşmeye rağmen, 53 milyon USD parasal kayıp pozisyonu ve 11 milyon USD vergi gideri net karı olumsuz etkiledi.

1Ç26 sonuçları sonrası hedef fiyatımızı 31 TL'den 42 TL'ye yükseltirken yukarı yönlü sınırlı potansiyel nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Temel Notlar ve Öne Çıkanlar

- Gelirler artan satış hacmine rağmen zayıf fiyatlarla baskılandı.** 1Ç26'da Erdemir, bizim beklentimiz ve piyasanın beklentisine paralel, 1.368 milyon USD (y/y +%2) satış geliri elde etti. Satış hacmi 2,0 milyon ton beklentimizi aşarak 2,1 milyon ton oldu (1Ç25: 1,9 milyon ton, y/y +%10). 1Ç26'da yassı ve uzun ürünlerde satış fiyatları 2025 ortalamasının altında seyretti.
- Verimlilik yatırımları VAFÖK'ü destekledi.** VAFÖK bizim 138 milyon USD beklentimize ve piyasanın 141 milyon USD beklentisine paralel 137 milyon USD seviyesinde kaydedildi. Ton başına VAFÖK ise 71 USD beklentimizin hafif altında 65 USD ile (1Ç25: 51 USD) y/y %27 arttı. Geçtiğimiz yıl Mayıs ayında devreye alınan yeni yüksek fırın ve kok bataryası ton başına VAFÖK'e 40 USD katkıda bulunarak toparlanmanın ana katalisti oldu.
- Güçlü SNA üretimi, kontrol edilebilir net borç.** Faaliyetlerden nakit akımlarının güçlenmesiyle şirket 339 milyon USD SNA üretti. Net borç pozisyonu 2025 sonundaki 1 milyar USD'den 709 milyon USD'ye geriledi. Net Borç/FAVÖK rasyosu ise azalan borç ve güçlenen yıllık VAFÖK sayesinde 1,9x'den 1,3x'e geriledi.

Özet Görüşümüz

Sektörel görünümüne son dönemde daha yapıcı yaklaşıyoruz. İran savaşı sonrası arz tarafındaki aksaklıklar ve lojistik sıkıntılar bölgesel çelik fiyatlarını yukarı yönlü destekliyor. Sektörün vadeli satış yapısını göz önüne alarak bu iyileşmenin 2Ç ve 3Ç dönemlerine yansımaları bekliyoruz.

1Ç26 Telekonferans Notları

Erdemir yönetimi 1Ç26 finansallarının açıklanmasının ardından dün telekonferans düzenledi.

Özetle, 2Ç25’de tamamlanan ve devreye alınan yatırımların kapasite kullanım oranını ve ton başına VAFÖK’ü desteklediği (40 USD/ton) belirtildi. 2Ç26’da enerji, navlun ve sigorta maliyetlerinde artış beklenirken satış fiyatlarındaki yükselişin bu maliyet artışlarını telafi etmesi bekleniyor. Önümüzdeki çeyreklerde ton başına VAFÖK’te iyileşme beklenirken 2026’da +8.2 mn ton satış hacmi hedefi ve ton başına 75–85 USD VAFÖK beklentisi korundu.

Hammadde ve Çelik Fiyatları

- İlk çeyrekte kok kömürü fiyatları 218–253 USD/ton bandında dalgalanarak çeyreği yaklaşık 240 USD/ton seviyesinde tamamladı.
- Demir cevheri fiyatları ise önceki çeyreğe benzer hareket etti ve 96–110 USD/ton aralığında dalgalanarak ortalama 105 USD/ton oldu.
- Türkiye hurda fiyatları ise çeyrek boyunca kademeli olarak yükselerek, 370 USD/ton bandından 400 USD/ton seviyesine ulaştı.
- HRC piyasasında ise küresel görünüm jeopolitik riskler, ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler ve para politikası beklentileri tarafından şekillendi ve bölgesel ayrışma belirginleşti;
 - **Avrupa’da** fiyatlama talep dinamiklerinden ziyade regülasyonlar ve arz beklentileri ile belirlenirken ithalatı zorlaştıran önlemler yerli üreticilere ait fiyat beklentilerini yukarı çekti.
 - **Çin’de** fiyatlar zayıf iç talep ile politika beklentileri arasında sıkıştı.
 - **Türkiye’de** fiyatlama, maliyet ve talep dengesi tarafından belirlendi. Yönetim, küresel belirsizliklerin devam etmesi halinde yukarı yönlü trendin sürebileceğini ve savaş kaynaklı ticaret akışı değişimlerinin Türk çelik sektörünü destekleyebileceğini vurguladı.

Operasyonel ve Finansal Görünüm, Beklentiler

2Ç25’de tamamlanan ve devreye alınan yatırımların (yeni yüksek fırın ve kok bataryası) ardından kapasite kullanım oranının kademeli artarak %96’ya ulaştığı, üretim ve satış hacimlerinin normalleştiği ve 1Ç26’da 2,1 mn ton satış hacmine ulaşıldığı belirtildi.

- 2Ç26’da enerji, navlun ve sigorta maliyetlerinde artışın yansımaları, ancak satış fiyatlarındaki yükselişin bu artışı telafi etmesi bekleniyor.
- Şirket, önümüzdeki çeyreklerde ton başına VAFÖK’ün maliyet düşüşü, yeni devreye alınan tesislerin verimlilik katkısı, artan HRC fiyatları ve satış hacmindeki yükseliş ile birlikte artmasının bekliyor. 2026’da 8.2 mn tonun üzerinde satış hacmi hedefi ve ton başına 75–85 USD VAFÖK beklentisi korundu.
- Nakit akışı tarafında net işletme sermayesinin stokların azalması ve ticari borçların artması sayesinde düşüş gösterdiği ve bunun nakit akışını desteklediği ifade edildi. 1Ç26 sonunda net borç/ VAFÖK oranı 1.3x seviyesine gerilerken, 2026’da bu oranın 1.8x seviyesinde korunması hedefleniyor. Temettü ödemeleri ve yatırım harcamaları nedeniyle net borçta sınırlı artış bekleniyor.
- 2026’da yaklaşık 600 milyon USD yatırım harcaması planlanıyor. Bu harcamaların güneş enerjisi santralleri, temiz enerji ve enerji verimliliği yatırımlarını kapsadığı ifade edildi. Altın madeni projesi kapsamında 2025 Kasım ayında kaynak açıklamasının yapıldığı, rezerv açıklamasının ise 2Ç26’da yapılmasının beklendiği ve yatırım kararının bu açıklama sonrasında alınacağı belirtildi. Net sıfır yol haritasında herhangi bir değişiklik olmadığı, güneş enerjisi yatırımlarının 2026 sonuna doğru devreye alınmasının planlandığı ifade edildi.

Tahminlerimizdeki Değişiklikler

USDmn	Yeni		Eski		Değişim	Değişim
	2026T	2027T	2026T	2027T		
Gelirler	5.514	5.604	5.445	5.491	1%	2%
VAFÖK	769	1.035	705	847	9%	22%
Ton Başına VAFÖK	94	120	86	103	9%	17%
Net Kar	143	340	179	284	-20%	20%

Kaynak: YKY Araştırma

Özet Finansal Sonuçlar
Gelir Tablosu (Çeyreksel)

USDmn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gelirler	1.480	1.070	1.301	1.446	1.368
Brüt Kar	105	100	102	159	110
Faaliyet Giderleri	-56	-61	-59	-62	-61
Net Faaliyet Karı	49	39	43	97	49
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	4	8	10	-2	6
Esas Faaliyet Karı	52	48	54	95	56
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	114	107	116	177	133
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	118	115	127	175	140
Net Financial Inc. (Exp)	-63	-54	-60	-32	-53
Parasal Kazanç (Kayıp)	7	4	6	4	17
Vergi Öncesi Kar Zarar	12	-1	2	76	21
Vergi	1	36	16	-119	-11
Azınlık Hissedarları	1	2	1	1	1
Net Kar	12	34	16	-44	9

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)

USDmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	6.088	5.581	5.431	5.288	5.177
Brüt Kar	487	394	371	470	475
Faaliyet Giderleri	-244	-243	-243	-238	-243
Net Faaliyet Karı	243	151	128	232	232
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	166	167	176	20	23
Esas Faaliyet Karı	409	318	303	252	255
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	514	423	407	518	537
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	679	590	583	538	560
Net Financial Inc. (Exp)	-209	-222	-220	-207	-197
Parasal Kazanç (Kayıp)	-7	2	14	22	32
Vergi Öncesi Kar Zarar	218	119	115	93	102
Vergi	38	33	33	-76	-88
Azınlık Hissedarları	14	11	10	5	5
Net Kar	241	141	138	13	10

Bilanço

USDmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Dönen Varlıklar	5.055	5.345	5.538	5.850	5.790
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.864	2.111	2.354	2.695	2.792
Ticari Alacaklar	682	657	640	641	609
Stoklar	2.017	2.125	2.112	2.086	1.992
Diğer Dönen Varlıklar	449	452	431	428	393
Duran Varlıklar	6.989	7.044	7.078	7.186	7.201
Finansal Varlıklar & Equity Pick U	41	37	38	39	40
Maddi Duran Varlıklar	6.127	6.300	6.349	6.472	6.571
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	243	240	239	240	237
Kullanım Hakkı Varlıkları	29	36	34	34	34
Şerefiye	19	19	19	19	19
Ertelenmiş Vergi Varlığı	10	7	8	9	12
Diğer Duran Varlıklar	520	405	391	374	288
Toplam Varlıklar	12.044	12.389	12.616	13.036	12.991
KV Yükümlülükler	1.929	2.270	2.469	2.729	2.852
KV Borçlar	735	722	843	934	857
Ticari Borçlar	858	1.273	1.442	1.605	1.691
Diğer KV Yükümlülükler	289	236	143	147	261
UV Yükümlülükler	3.216	3.198	3.187	3.369	3.273
UV Borçlar	2.659	2.683	2.694	2.762	2.649
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	385	335	316	449	459
Diğer UV Yükümlülükler	172	180	177	158	165
Azınlık Hissedarları	214	216	219	222	211
Toplam Özkaynaklar	6.686	6.706	6.740	6.716	6.656
Toplam Yükümlülükler	12.044	12.389	12.616	13.036	12.991

Nakit Akım Tablosu (Çeyreksel)

USDmn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Faaliyetlerden Nakit	527	386	324	423	414
Yatırımlardan Nakit	-141	-55	-93	-148	-75
Finansal Faaliyetlerden Nakit	27	21	108	146	-147
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	414	353	338	421	193
Toplam SNA Girişi	386	331	230	275	339
% Gelirler	26%	31%	18%	19%	7%

Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)

USDmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Faaliyetlerden Nakit	1.397	1.615	1.781	1.647	1.534
Yatırımlardan Nakit	-996	-737	-510	-438	-372
Finansal Faaliyetlerden Nakit	950	702	45	313	139
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	1.351	1.580	1.316	1.522	1.301
Toplam SNA Girişi	401	877	1.271	1.209	1.162
% Gelirler	27%	82%	98%	84%	22%

Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Esas Faaliyet Karı / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın dönem sonu bakiyeleri üzerinden hesaplanmıştır. VAFÖK faaliyet karına amortisman düzeltmelerinin eklenmesiyle hesaplanmıştır.

Çeyreksel Büyüme ve Marjlar

Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gelirler	-8	-32	-11	-10	-8
Brüt Kar	-54	-48	-21	128	5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-53	-46	-14	131	17
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-66	-44	-10	-22	19
Vergi Öncesi Kar Zarar	-94	n.m.	-85	-26	76
Net Kar	-93	-75	-33	n.m.	-25
Quarterly Margins (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Brüt Kar	7,1	9,3	7,9	11,0	9,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7,7	10,0	8,9	12,2	10,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	8,0	10,8	9,7	12,1	10,8
Net Financial Inc. (Exp)	-4,3	-5,0	-4,6	-2,2	-3,8
Parasal Kazanç (Kayıp)	0,5	0,4	0,5	0,3	0,6
Vergi Öncesi Kar Zarar	0,8	-0,1	0,1	5,3	2,0
Net Kar	0,8	3,2	1,2	-3,1	0,2

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar

Son 12A Büyüme (y/y) (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	-5	-10	-14	-15	-15
Brüt Kar	-41	-53	-52	-23	-2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-42	-53	-50	-19	5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-39	-46	-38	-41	-18
Vergi Öncesi Kar Zarar	-62	-81	-71	-77	-53
Net Kar	-30	-79	-80	-97	-96
Last 12M Margins (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar	8,0	7,1	6,8	8,9	9,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	8,4	7,6	7,5	9,8	10,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	11,2	10,6	10,7	10,2	10,8
Net Financial Inc. (Exp)	-3,4	-4,0	-4,1	-3,9	-3,8
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,6
Vergi Öncesi Kar Zarar	3,6	2,1	2,1	1,8	2,0
Net Kar	4,0	2,5	2,5	0,2	0,2

Nakit Döngü & NİS

	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Nakit Döngüsü (Gün)	116	103	91	81	66
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	41	43	43	44	43
Stok Döngüsü (Gün)	131	150	152	158	155
Ticari Borç Ödeme (Gün)	56	90	104	122	131
Net İşletme Sermayesi (Ana) [TL]	8.920	8.706	8.611	8.523	8.172
Gelirlere Oranı	147%	156%	159%	161%	158%
Brüt Kara Oranı	1831%	2208%	2324%	1814%	1720%

Borçluluk

	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Borç (Nakit) [TLmn]	1.530	1.293	1.183	1.000	714
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	2,3	2,2	2,0	1,9	1,3
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.)	-1,9x	-1,4x	-1,3x	-1,2x	-1,2x
Borç / (Borç + Özkaynak)	34%	34%	34%	35%	34%

Getiri (%)

	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Özkaynak Karlılığı	4%	2%	2%	0%	0%
Net Kar Marjı	4%	3%	3%	0%	0%
Varlık Devir Hızı	53%	48%	44%	42%	41%
Finansal Kaldıraç Oranı	174%	176%	183%	187%	188%
ROIC (**)	5%	4%	3%	3%	3%
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	8.721	8.726	8.749	8.717	8.352

YKY Tahminler

	2025A	2026E	chng *	2027E	chng *
Gelirler	5.177	5.514	7%	5.604	2%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	537	769	43%	1.035	35%
Net Kar	10	143	1338%	340	137%
Toplam Özkaynaklar	6.656	6.783	2%	6.410	-6%
Plyasa Çarpanları (x) (***)	2025A	2026E		2027E	
FD / Gelirler	1,2	1,1		1,0	
FD / VAFÖK	11,4	7,6		5,5	
F/K	526,08	36,6		15,4	
F/DD	0,8	0,8		0,8	

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi 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 önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, 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. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.