

Kordsa Toplantı Notları – KORDS

Turgut Uslu tuslu@ziraatyatirim.com.trYavuz Atmaca yatmaca@ziraatyatirim.com.tr

Kordsa Toplantı Notları – KORDS

Kordsa ile gerçekleştirdiğimiz toplantıda bilanço iyileştirme aksiyonları, lastik güçlendirme segmentindeki yapısal dönüşüm, kompozit segmentindeki güçlü büyüme, Axiom Materials'ın enerji uygulamalarındaki yeni büyüme alanları ve orta vadeli borç azaltma stratejisi öne çıktı. Aşağıda toplantıdan öne çıkan notlarımızı paylaşıyoruz.

Öne Çıkan Mesajlar

Başlık	Toplantıdan Çıkan Ana Mesaj
Stratejik Yön	Kordsa, lastik güçlendirme faaliyetlerinde üretim ayak izini optimize ederek daha yüksek katma değerli ürünlere odaklanmayı, kompozit teknolojilerinin ise konsolide gelirler içerisindeki ağırlığını artırmayı hedefliyor.
Bilanço Sağlığı	Şirketin kısa vadeli stratejik önceliği bilanço yapısının güçlendirilmesi ve finansal kaldıraç seviyesinin azaltılması. Haziran 2026 sonu itibarıyla net borç 304mn USD, Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK 3,8x seviyesinde.
Lastik Segmenti	Çin kaynaklı fiyat/hacim rekabeti, Batı'daki kapasite kapanışları ve Türkiye'de kur-enflasyon makası nedeniyle karlılık görünümü etkileniyor. Şirket, yüksek katma değerli ürünlere yönelim ve üretim optimizasyonuna odaklanıyor.
Kompozit Segmenti	2Ç26'da kompozit gelirleri yıllık %36 artarak 67mn USD'ye ulaştı. Kompozit segmentinde karlı sektörlere satışların artışı konsolide FAVÖK performansını destekledi.
AI / Veri Merkezi Teması	Axiom Materials, veri merkezlerine ürün sağlayan şirketlere yüksek sıcaklık uygulamalarında kullanılan kompozit malzemeler sağlıyor. Yapay zeka kaynaklı enerji talebindeki artış, bu alandaki büyümeyi destekliyor.
Nakit ve Kaldıraç	Borçluluğun azalması ve finansman giderlerinin gerilemesi, operasyonel karlılığın net kara ve özkaynak karlılığına daha güçlü yansıması açısından yatırım hikayesinin ana odak noktalarından biri.

Şirketin Dönüşümü ve Bilanço Odağı

Şirket, kompozit teknolojilerindeki büyümesini hızlandırmak amacıyla geçmiş yıllarda önemli **satın almalar** gerçekleştirdi. Bu yatırımların ardından artan borçluluk, lastik sektöründeki zayıflama ve COVID-19 döneminin etkileriyle birlikte şirketin kaldıraç seviyesinin yükselmesine neden oldu.

Bu çerçevede 2025 sonundan itibaren stratejik öncelik, **"bilanço sağlığını güçlendirmek ve ana işlere odaklanmak"** şeklinde yeniden tanımlandı. Şirket, ana faaliyet alanları olan lastik güçlendirme ve kompozit teknolojilerine odaklanırken, stratejik öncelikleriyle uyumlu olmayan faaliyetleri portföyünden çıkarmaya başladı.

Bilanço İyileştirme Aksiyonları

- İnşaat güçlendirme iş kolundan çıkış: İlgili faaliyet (Kratos) Afyon Çimento'ya devredildi.
- Operasyonlarda kullanılmayan varlıkların satışı: İzmit'teki iki taşınmaz toplam 800mn TL bedelle satılırken, işlemde yaklaşık 730mn TL (yaklaşık 15mn USD) sabit kıymet satış karı kaydedildi.
- Borç vadesinin uzatılması: 2025 sonunda imzalanan 200mn USD + 50mn EUR tutarındaki kredi sözleşmesiyle kısa vadeli finansal borçların önemli bölümü uzun vadeye yayıldı.
- Sermaye yapısının güçlendirilmesi: Daha önce planlanan bedelli sermaye artırımını kapsamında hazırlanan izahnamenin onay talebi SPK tarafından uygun bulunmazken, Şirket daha sonra tamamı iç kaynaklardan karşılanmak üzere bedelsiz sermaye artırımını sürecini başlattı. Şirket, 24 Temmuz 2026 tarihli Yönetim Kurulu kararıyla çıkarılmış sermayesinin tamamı iç kaynaklardan karşılanmak üzere %1.800 artışla 3.695,9mn TL'ye yükseltilmesine karar vermiş ve 28 Temmuz 2026 tarihinde SPK'ya başvurmuştur.
- Çalışan sayısı 2022'deki yaklaşık 5.100 kişiden Haziran 2026 itibarıyla 4.166 kişiye gerilemiştir.
- Şirket, işletme sermayesi yönetimi ve bilanço yapısını daha sağlıklı hale getirme stratejisi kapsamında varlık satışları ve borç vadesinin uzatılması gibi aksiyonlar almıştır. Bilanço iyileştirme adımlarının seyri önümüzdeki dönemin önemli izleme başlıklarından biri olacaktır.

Lastik Güçlendirme Segmenti: Yapısal Dönüşüm

Lastik güçlendirme sektöründe **yapısal bir değişim** yaşandığı ve bu duruma yönelik aksiyonların takip edildiği belirtildi. Pandemi sonrasında Çinli üreticilerin üretimi iç talepten bağımsız şekilde artırarak fazla kapasiteyi ihracat pazarlarına agresif fiyatlarla yönlendirmesi, fiyatlama ve hacim tarafında kalıcı baskı yarattı.

Çinli oyuncuların geçmişte ağırlıklı olarak düşük kalite segmentlerinde rekabet ederken zaman içerisinde daha yüksek teknik yeterlilik gerektiren ürünlere yöneldiği, ikinci ve üçüncü kademe global lastik markalarının ihtiyaçlarını karşılayabilecek seviyeye ulaştığı ifade edildi.

EMEA ve Kuzey Amerika'da lastik üreticilerinin üretim optimizasyonu kapsamında gerçekleştirdiği fabrika kapatmaları ile Asya-Pasifik üreticilerinden kaynaklanan fiyat-hacim rekabetinin ihracat pazarlarına kayması, segmentte hacim yönlü baskının sürmesine neden olmaktadır.

Türkiye Operasyonlarında Rekabetçilik Kaybı

Geçmişte konsolide karlılığın önemli kısmının Türkiye operasyonlarından geldiği, ancak son dört yıldaki kur-enflasyon farkının operasyonlarda zorluk yarattığı ifade edildi.

Geçmiş yıllardaki yüksek kârlılık seviyelerinde, sektörde güçlü seyreden talep koşulları ile EMEA operasyonlarında daha düşük maliyet yapısının destekleyici olduğu ifade edildi. Günümüzde ise özellikle son dönemde belirginleşen enflasyon-kur makasının maliyetler üzerinde yarattığı baskının kârlılık görünümünü sınırlayan unsurlardan biri olduğu belirtildi.

Lastik Güçlendirmede Odak: Katma Değer ve Üretim Optimizasyonu

Şirketin temel operasyonlarından olan lastik güçlendirme segmentine odaklanma stratejisi bulunuyor. Bu kapsamda değişken sektörel dinamiklere göre **katma değeri yüksek** olan ürünlere yönelme ve **üretim optimizasyonu** ön plana çıkmaktadır.

2Ç26 Lastik Karlılığı ve Stok Etkisi

Jeopolitik gelişmeler sonrasında petrol ve emtia fiyatlarındaki artış fiyatlamaya yansırken, hammadde maliyetlerinin stoklara gecikmeli yansması 2Ç26'da lastik segmentinin marj görünümünü destekledi. Yönetim, söz konusu etkinin yılın ikinci yarısında kademeli olarak normalize olmasını bekliyor.

Bu nedenle 2Ç26'daki güçlü marj performansının tamamının şu aşamada sürdürülebilir olarak değerlendirilmemesi gerektiğini düşünüyoruz. Petrol fiyatlarının sert gerilediği dönemlerde ise yüksek maliyetli stokların ters yönde stok zararı yaratabildiği not edilmelidir.

Endonezya Seli ve Sigorta Geliri

Mart 2025'te PT Indo Kordsa tesisinde yaşanan sel, özellikle 2Ç25'te üretim ve karlılığı ciddi şekilde baskıladı. Bu nedenle 2Ç26'daki yıllık iyileşmenin önemli kısmı düşük baz ve Endonezya operasyonlarının normalleşmesinden kaynaklandı. Şirket sel nedeniyle bugüne kadar **25mn USD** sigorta geliri kaydetti. Polişe üst limiti **50mn USD** seviyesinde. Şirket KAP'ta yaptığı açıklamada, sigorta şirketiyle hurda değerleri, onarım ve yenileme seçenekleri ile nihai tazminat tutarlarını kapsayan görüşmelerin devam ettiğini belirtmişti.

Kompozit Segmenti: Büyüme ve Karlılık Motoru

2Ç26'da kompozit segmenti gelirleri yıllık %36 artışla 67mn USD'ye ulaşırken, segmentin Düzeltilmiş FAVÖK'ü 2Ç25'e kıyasla yaklaşık 5,9mn USD artış göstererek konsolide karlılık performansını destekledi.

Kompozit segmentindeki büyüme ile daha karlı sektörlere yapılan satışların artışı konsolide karlılığı desteklemektedir. Bu nedenle büyüme ve marj performansını orta vadeli değerlendirme açısından önemli izleme başlıklarından biri olarak değerlendiriyoruz.

Axiom Materials ve Yapay Zeka Kaynaklı Enerji Talebi

Toplantıda en dikkat çekici büyüme alanı, Axiom Materials'ın enerji uygulamalarındaki seramik matris kompozit ürünleri oldu. Buradaki bağlantının doğru anlaşılması önemli: **Kordsa, veri merkezlerine ürün sağlayan şirketlere kompozit malzeme sağlıyor.**

Axiom Materials'ın yüksek sıcaklık uygulamalarına yönelik **oksit-oksit seramik matris kompozit (Ox-Ox CMC)** ürünlerinde talep artışı dikkat çekiyor. Kordsa, 2Ç26 sonuçlarında yapay zeka sektöründeki enerji hücresi üretiminin artmasının bu ürünlere yönelik talebi desteklediğini belirtti.

Ox-Ox CMC'ler, yüksek sıcaklık ve kimyasal dayanım gerektiren katı oksit yakıt hücresi (SOFC) uygulamalarında kullanılabiliyor. Bu nedenle Kordsa'nın yapay zeka temasının veri merkezlerine doğrudan ürün satışından ziyade, artan elektrik ihtiyacına hizmet eden enerji üretim ekipmanları üzerinden dolaylı olarak oluştuğunu değerlendiriyoruz.

Veri Merkezi Hikayesinin Finansal Cazibesi

- Güçlü talep: Yapay zeka sektöründeki enerji hücreleri üretimindeki artışın Ox-Ox seramik matris kompozit talebini desteklediği belirtilmiştir. Bu alanın büyüme potansiyeli, talebin sürekliliği ve kapasite ihtiyacı önümüzdeki dönemde yakından izlenecektir.
- Düşük Yatırım Harcaması: Kompozit kapasite artışlarının lastik güçlendirme yatırımlarına kıyasla daha düşük ilave yatırım harcamasıyla gerçekleştirilebilmesi, büyümenin sermaye yoğunluğunu sınırlayan olumlu bir unsur.

- Yüksek sermaye verimliliği potansiyeli: Kompozit büyümesinin görece düşük makine yatırımıyla desteklenebilmesi, yeni yatırım verimliliği açısından önemli avantaj oluşturuyor.
- Gelir görünürlüğü potansiyeli: Mevcut siparişler ağırlıklı spot ilerlerken, Şirket önümüzdeki dönemde müşterilerle uzun vadeli anlaşmalar (LTA) yapmayı hedefliyor.
- Tekrarlayan talep: Fuel cell sistemlerinde bakım ve yenileme ihtiyacının bulunması, sadece yeni kurulumlara değil, kurulu baz üzerinden yenisiyle değiştirme talebine de imkan tanıyor.

Veri Merkezi Temasında İzlenecek Unsurlar

Axiom'un enerji uygulamalarındaki büyümesinin sürdürülebilirliği açısından nihai pazar talebi, müşteri çeşitliliği ve sözleşme görünürlüğü önemli izleme başlıklarıdır. Kamuya açık dokümanlarda müşteri bazında ciro veya karlılık konsantrasyonu paylaşılmadığından, bu konuda nicel bir varsayım kullanmıyoruz.

Veri merkezi temasını büyüme potansiyeli açısından olumlu değerlendirirken, söz konusu talebin sürekliliği ve müşteri çeşitliliğindeki gelişimin ayrıca takip edilmesinin uygun olacağını düşünüyoruz.

Havacılık ve Diğer Kompozit Faaliyetleri

Kompozit büyümesinin tamamı veri merkezi temasından ibaret değil. Sivil havacılık tarafında Boeing üretim artışı segmenti destekliyor. Şirket, Boeing 787 programında Kordsa'nın bazı ürünlerde **tek tedarikçi** konumunda olduğunu belirtti. Uzun kalite süreçleri ve bazı özel ürünlerde müşteriye coğrafi yakınlık gereksinimi, giriş bariyerlerini yükseltiyor.

İtalya'daki **bağlı ortaklık** Microtex, lüks otomotiv ve motor sporlarına yönelik karbon fiber dokuma ve prepreg üretimi gerçekleştirmektedir. Şirketin 1Ç26 yatırımcı sunumunda Avrupa otomotiv pazarındaki yavaşlamaya karşın CMC satışlarındaki iyileşmenin kompozit gelirlerini desteklediği belirtilmiştir. Bu çerçevede kompozit segmentinin alt kırılımlarının nihai pazar dinamikleri açısından farklılaşabildiği; enerji ve havacılık uygulamalarındaki güçlü talebin segment performansında öne çıktığı görülmektedir.

Kompozitin Orta Vadeli Payı

Bugün gelirlerin yaklaşık %67'si lastik, %31'i kompozit faaliyetlerinden geliyor. Şirket, uzun vadede segmentler arasındaki gelir dağılımının hem kompozit büyümesine hem de lastik segmentinin seyrine bağlı olduğunu ifade etti. Kompozit büyümesinin doğrusal olmayacağı, bazı dönemlerde nihai pazar veya hammadde koşullarına bağlı dalgalanma görülebileceği de vurgulandı.

Net Kar ve Finansman Yüğü

Şirket, 2Ç26'da 14,2mn USD net dönem karı kaydederken, net kar üzerinde iki önemli tek seferlik etki bulunuyor. İzmit'teki taşınmaz satışından yaklaşık **15mn USD pozitif etki** oluşurken, vergi düzenlemesine bağlı ertelenmiş vergi varlıklarının yeniden ölçümünden yaklaşık **6,7mn USD negatif etki** kaydedildi.

Bununla birlikte 2Ç26'da yükselen emtia fiyatlarının etkisiyle işletme sermayesi ihtiyacı bir önceki çeyreğe göre 24mn USD arttı. Operasyonel karlılık ve taşınmaz satışından elde edilen nakde rağmen net borç 1Ç26'ya göre 6mn USD artarak 304mn USD'ye ulaştı. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde FAVÖK artışının nakit akışına dönüşümü, borç azaltma sürecinin hızını belirleyecek önemli unsurlardan biri olacaktır.

2026 İkinci Yarı Görünümü

- **Kompozit:** Güçlü görünümün devam etmesi bekleniyor.
- **Lastik:** Üçüncü çeyrekte 2Ç26'daki stok karı desteğinin azalması nedeniyle performansın ikinci çeyrek kadar kuvvetli olmayabilir. Yılın son çeyreğinde ise sektörel mevsimsellik nedeniyle daha zayıf bir dönem beklenebilir.
- **Sigorta geliri:** PT Indo Kordsa'ya ilişkin nihai tazminat tutarı için sigorta şirketiyle görüşmeler sürüyor.
- **Bilanço:** Net borcun ve finansman yükünün azaltılması temel öncelik olmayı sürdürüyor.

Öne Çıkan Çıkarımlar

1. **Lastik** tarafında kısa vadeli toparlanma unsurlarının yanında, rekabet koşulları ve üretim coğrafyasındaki değişimlerin yapısal etkileri de dikkate alınmalıdır.
2. **Kompozit segmenti, Kordsa'nın orta vadeli büyüme görünümünde giderek daha belirleyici hale geliyor.** Gelir payı yaklaşık %30 seviyesinde olsa da karlılık içindeki katkısı daha yüksek. Özellikle enerji ve havacılık alt segmentleri büyüme ve marj açısından ayrışıyor.
3. **Veri merkezi teması anlamlı.** Axiom Materials, veri merkezlerine ürün sağlayan şirketlere yüksek sıcaklık uygulamalarında kullanılan kompozit malzemeler sağlıyor.
4. **Kompozit büyümesinin sermaye yoğunluğu düşük.** Lastik işine kıyasla kapasite artışı çok daha düşük yatırım harcaması ile yapılabildiği için sermaye verimliliği potansiyeli yüksek.
5. **Müşteri çeşitliliği ve talep görünürlüğü izlenmeli.** Enerji uygulamalarındaki büyümenin sürdürülebilirliği açısından nihai pazar talebinin sürekliliği ve müşteri tabanındaki gelişim önemli izleme başlıkları arasında.
6. **Borçluluğun azalması önemli bir katalizör.** Operasyonel karlılıktaki toparlanmanın hisse değerine daha güçlü yansımaları için serbest nakit akışının güçlenmesi ve **Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK** oranının gerilemesi önem taşıyor.

Toplantı Sonrası Genel Değerlendirme

Kordsa, **geleneksel lastik güçlendirme işinde yapısal rekabet baskısını yönetirken**, büyüme odağını daha yüksek katma değerli kompozit teknolojilerine kaydırıyor. Lastik segmentinde Çin kaynaklı rekabet, Batı'daki kapasite rasyonalizasyonu ve Türkiye'de enflasyon-kur makasının maliyetler üzerinde yarattığı baskı lastik segmentinin karlılık görünümünü etkilerken; kompozit segmentinde Axiom'un enerji ve havacılık uygulamalarındaki büyümesi konsolide marj yapısını destekliyor.

Özellikle Axiom'un Yapay Zeka veri merkezlerinin artan elektrik ihtiyacına hizmet eden SOFC değer zincirindeki konumu, **Kordsa için yeni, yüksek marjlı ve görece düşük sermaye yoğunluklu bir büyüme alanı** yaratıyor.

Kısa vadede Şirketin ana önceliği yeni büyük ölçekli yatırımlardan ziyade **finansal borçluluğun azaltılması ve bilanço yapısının güçlendirilmesi**. Bu nedenle önümüzdeki dönemde kompozit karlılığının seyri, Axiom'daki enerji talebinin sürekliliği, olası uzun vadeli müşteri anlaşmaları, ilave bilanço aksiyonları ve net borç/FAVÖK'teki gerileme şirketin yatırım hikayesinin temel izleme başlıkları olarak öne çıkıyor.

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri