

ERDEMİR

Nötr
(↔)

Manşet rakamların ima ettiğinden daha az yapıcı kar momentumu; Nötr tavsiyemizi koruyoruz

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Erdemir (EREGL; N; 12A HF: 36 TL) 4Ç25'te 1,87 milyar TL net zarar açıkladı. Bu rakam, 2,80 milyar TL'lik piyasa beklentisinin belirgin şekilde altında (daha iyi) gerçekleşti ve temel olarak beklentilerin üzerinde gelen FAVÖK'ten kaynaklandı; ancak beklenenden yüksek vergi gideri operasyonel sürprizin bir kısmını törpüledi. Ciro 60,99 milyar TL ile (beklenti: 58,45 milyar TL) hafif pozitif sürpriz yaparken, bu performans ağırlıklı olarak daha yüksek satış hacmiyle desteklendi. Ton başına ciro 649 ABD doları/ton ile yıllık %10,9 ve çeyreklik %3,7 gerilerken, satış hacmi 2,23 milyon ton seviyesine ulaştı (yıllık +%1,7; çeyreklik +%15,4).

Karlılık: Şirket 7,45 milyar TL FAVÖK açıkladı (beklenti: 5,66 milyar TL). Beklenti üstü performans güçlü hacim, görece daha iyi ürün makası, stok değer düşüklüğü karşılık iptalleri ve diğer bazı tek seferlik kalemlerle desteklendi. Ton başına FAVÖK 4Ç25'te 79 ABD doları/ton'a yükseldi (3Ç25: 60 ABD doları/ton; 4Ç24: 35 ABD doları/ton). Tek seferlik kalemler hariç tutulduğunda ton başına FAVÖK 71 ABD doları/ton seviyesinde gerçekleşti (3Ç25: 68 ABD doları/ton; 4Ç24: 39 ABD doları/ton). Ürün makasının 4Ç25'te 256 ABD doları/ton gelerek çeyreklik bazda gerilediğini (3Ç25: 275 ABD doları/ton), ancak yıllık bazda 245 ABD doları/ton'dan iyileştiğini not ediyoruz. Bu çerçevede, manşet karlılıktaki çeyreklik artış büyük ölçüde tek seferlik kalemlerden kaynaklanırken, yıllık iyileşme düşük baz etkisi ve ürün makasındaki sınırlı toparlanmayı yansıtmaktadır.

Borçluluk: Şirket, uzatılan ticari borç vadelerinin etkisiyle net borcunu çeyreklik bazda %12,7 azalttı. Artan FAVÖK ile birlikte Net Borç/FAVÖK oranı 3Ç25'teki 3,1x seviyesinden 2,1x'e geriledi. Şirketin raporladığı Net Borç/FAVÖK oranı ise 1,92x seviyesindedir (3Ç25: 2,76x).

2026 Tahminlerimiz: 2026 yılında ~8,3 milyon ton satış hacmi (2025: ~7,8 milyon ton) ve ton başına 83 ABD doları FAVÖK (2025: 66 ABD doları) öngörüyoruz; bu da karlılıkta toparlanmaya işaret ediyor. Net işletme sermayesi/satış oranını ~%21 (2025: ~%21) ve yatırım harcamalarını 650 milyon ABD doları (2025: 775 milyon ABD doları) olarak modelliyoruz. Ton başına FAVÖK varsayımımız, ~10 ABD doları/ton verimlilik artışı ve dahilde işleme rejimindeki düzenlemeler sonrasında anti-damping önlemlerinin etkinliğinin artmasıyla ürün makaslarında orta tek haneli iyileşme beklentimizi içeriyor. Artan FAVÖK üretimiyle birlikte Net Borç/FAVÖK oranının 2x'in altında kalmasını bekliyoruz.

Yorum ve Tavsiye: Modelimizi güncel makro varsayımlarımız ve revize ettiğimiz orta vadeli projeksiyonlarımız doğrultusunda güncelledik. Buna paralel olarak 12 aylık hedef fiyatımızı 32 TL'den 36 TL'ye yükseltiyor, Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz, ABD doları bazında 8,4x FD/12A ileri FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

Çeyrek Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar					Tahminlerle Karşılaştırma			
						Piyasa		AK Yatırım	
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Est.	Fark	Est.	Fark
Net Satışlar	60,995	55,113	10.7%	52,958	15.2%	58,449	4.4%	52,971	15.1%
FAVÖK	7,453	2,641	182.2%	4,737	57.4%	5,660	31.7%	5,264	41.6%
FAVÖK Marjı	12.2%	4.8%	743bps	8.9%	328bps	9.7%	254bps	9.9%	228bps
Net Kar	(1,872)	2,694	(169.5%)	651	(387.5%)	(2,804)	(33.2%)	(2,590)	(27.7%)
Operasyonel Nakit Akışı	17,844	18,516	(3.6%)	13,176	35.4%				
Serbest Nakit Akışı	11,588	10,662	8.7%	9,379	23.6%				
Net Borç / (Nakit)	42,864	64,442	(33.5%)	49,094	(12.7%)				
NB / S12A FAVÖK	2.1	3.1		3.1					

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	36.00 (önceki 32.00)
Güncel Fiyat, TL	29.64
Getiri Potansiyeli	21%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	207,480
Firma Değeri, mn TL	257,710

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	208,910	266,047	317,727	369,846
FAVÖK, mn TL	20,451	32,280	42,392	60,747
Net Kâr, mn TL	512	8,783	12,295	21,111

Borçluluk

Net Borç, mn TL	42,864	65,493	88,350	110,811
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.0	2.1	1.8

Kârlılık

FAVÖK Marjı	9.8%	12.1%	13.3%	16.4%
Net Marj	0.2%	3.3%	3.9%	5.7%
Temettü Verimi	1.0%	0.9%	1.5%	2.7%

Büyüme

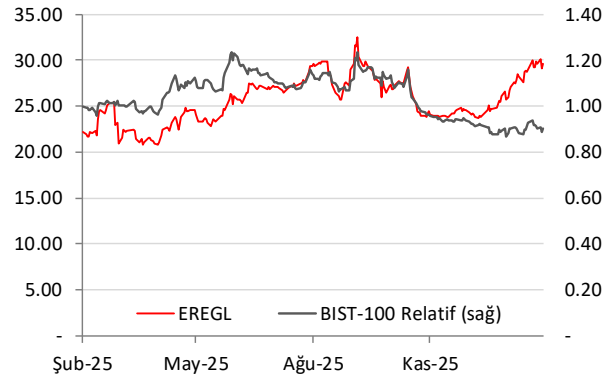
Ciro, y/y	2.4%	27.4%	19.4%	16.4%
FAVÖK, y/y	-3.0%	57.8%	31.3%	43.3%
Net Kâr, y/y	-96.2%	1616.1%	40.0%	71.7%

Değerleme Verisi

	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	344.2	23.6	16.9	9.8
FD/FAVÖK	11.1	8.7	7.2	5.4
FD/Ciro	1.1	1.1	1.0	0.9

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	13.7%	24.5%	26.5%	24.4%
BİST-100 Relatif	1.0%	-6.3%	-12.1%	-1.7%
AOİH, mn TL	5,782	4,737	4,829	5,271



Piyasa verileri 18 Şubat 2026 tarihli.

Tahmin Güncellemeleri							
	2025	2026T	Yeni 2027T	2028T	2026T	Eski 2027T	2028T
Özet Tahminler							
Net satışlar	208,910	266,047	317,727	369,846	260,002	320,114	372,611
y/y	+2.4%	+27.3%	+19.4%	+16.4%	+24.5%	+23.1%	+16.4%
FAVÖK	20,451	32,280	42,392	60,747	28,352	42,433	60,852
FAVÖK marjı	9.8%	12.1%	13.3%	16.4%	10.9%	13.3%	16.3%
Net kar	512	8,783	12,295	21,111	6,465	12,078	19,986
y/y	-96.2%	+1615.5%	+40.0%	+71.7%	+1162.6%	+86.8%	+65.5%
Tahminlerde Değişimler							
Net satışlar		+2.3%	-0.7%	-0.7%			
FAVÖK		+13.9%	-0.1%	-0.2%			
FAVÖK marjı		+1.2pp	+0.1pp	+0.1pp			
Net kar		+35.9%	+1.8%	+5.6%			
Hedef Fiyat & Öneri							
12A HF			36			32	
Değişim			+12.5%				
Öneri			Nötr			Nötr	
Değişim			↔				
Kaynak: AK Yatırım							

Gelir Tablosu	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	12A24	12A25
Satış Gelirleri	55,113	53,545	41,413	52,958	60,995	204,060	208,910
Brüt Kar	2,410	3,801	3,866	4,171	6,726	20,005	18,565
Operasyonel Giderler	2,290	2,042	2,346	2,403	2,617	7,750	9,409
Faaliyet Karı	120	1,759	1,520	1,767	4,109	12,255	9,156
FAVÖK	2,641	4,127	4,134	4,737	7,453	21,092	20,451
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	3,449	(1,337)	(1,548)	(1,700)	(890)	1,267	(5,475)
Vergi Öncesi Kar	3,569	422	(28)	67	3,219	13,522	3,680
Vergi Geliri / (Gideri)	(657)	26	1,396	633	(5,041)	671	(2,986)
Vergi Sonrası Net Kar	2,912	448	1,368	700	(1,822)	14,193	694
Azınlık Payları	218	22	61	49	50	712	183
Net Kar	2,694	426	1,307	651	(1,872)	13,481	512
Büyüme (Yıllık)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	12A24	12A25
Satış Gelirleri	17.5%	7.6%	(17.9%)	8.7%	10.7%	38.0%	2.4%
Operasyonel Giderler	77.4%	36.1%	19.0%	20.9%	14.3%	91.8%	21.4%
Faaliyet Karı	(97.5%)	(68.2%)	(64.4%)	(24.5%)	3320.8%	5.5%	(25.3%)
FAVÖK	(59.7%)	(45.1%)	(35.3%)	4.2%	182.2%	24.2%	(3.0%)
Net Kar	(65.9%)	(92.4%)	(70.2%)	(18.7%)	n.m.	234.3%	(96.2%)
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	12A24	12A25
Brüt Kar Marjı	4.4%	7.1%	9.3%	7.9%	11.0%	9.8%	8.9%
Operasyonel Gider Marjı	4.2%	3.8%	5.7%	4.5%	4.3%	3.8%	4.5%
Faaliyet Kar Marjı	0.2%	3.3%	3.7%	3.3%	6.7%	6.0%	4.4%
FAVÖK Marjı	4.8%	7.7%	10.0%	8.9%	12.2%	10.3%	9.8%
Efektif Vergi Oranı	18.4%	n.m.	n.m.	n.m.	156.6%	n.m.	81.1%
Net Kar Marjı	4.9%	0.8%	3.2%	1.2%	n.m.	6.6%	0.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	33.6%	35.6%	36.1%	24.9%	29.3%	15.3%	31.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	19.3%	26.1%	31.0%	17.7%	19.0%	n.m.	22.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	701.0%	462.2%	361.8%	278.2%	239.4%	148.2%	318.1%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	24.0%	21.0%	(8.6%)	6.2%	7.2%	17.2%	7.3%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	(24.4%)	(27.8%)	(25.3%)	(17.7%)	(18.5%)	(3.2%)	(22.0%)
Nakit Akım Tablosu	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	12A24	12A25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	18,516	19,077	14,958	13,176	17,844	31,258	65,056
Düzeltilme Öncesi Kar	2,912	448	1,368	700	(1,822)	14,193	694
Amortisman ve İtfa Payları	2,521	2,368	2,614	2,969	3,344	8,837	11,296
İşletme Sermayesindeki Değişim	13,453	14,869	10,462	9,355	11,312	6,488	45,997
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(371)	1,393	515	152	5,010	1,739	7,069
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(7,854)	(5,101)	(2,133)	(3,797)	(6,256)	(35,008)	(17,287)
Sabit Sermaye Yatırımları	(13,239)	(11,231)	3,547	(3,288)	(4,374)	(35,113)	(15,347)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	5,385	6,130	(5,679)	(509)	(1,882)	105	(1,940)
Serbest Nakit Akımı	10,662	13,976	12,826	9,379	11,588	(3,750)	47,769
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(4,168)	(2,387)	(2,095)	1,466	3,603	28,377	587
Finansal Borçlardaki Değişim	(3,928)	1,809	(2,017)	5,371	4,779	34,620	9,942
Temettü	0	-	-	(1,717)	(0)	(1,755)	(1,717)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(240)	(4,196)	(78)	(2,187)	(1,176)	(4,488)	(7,638)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	7,568	14,970	13,652	13,757	17,758	31,139	60,137

Bilanço	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	182,856	190,897	212,418	229,846	250,627
Nakit ve Nakit Benzerleri	55,260	70,389	83,897	97,706	115,477
Finansal Yatırımlar	1,586	1,605	-	-	-
Ticari Alacaklar	26,464	25,745	26,111	26,581	27,448
Stoklar	78,762	76,186	84,457	87,652	89,386
Diğer Dönen Varlıklar	20,784	16,972	17,953	17,907	18,317
Duran Varlıklar	242,303	263,943	279,947	293,801	307,904
Finansal Yatırımlar	178	179	179	180	186
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,280	1,385	1,298	1,399	1,471
Maddi Duran Varlıklar	206,913	231,404	250,362	263,528	277,300
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9,343	9,879	10,281	10,695	11,075
Diğer Duran Varlıklar	24,589	21,097	17,827	17,999	17,871
Toplam Varlıklar	425,159	454,841	492,365	523,646	558,531
Kısa Vadeli Yükümlülükler	76,289	72,842	90,224	102,484	116,913
Finansal Borçlar	36,711	27,750	28,680	34,984	40,017
Ticari Borçlar	30,023	32,417	50,582	59,863	68,762
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,554	12,675	10,962	7,637	8,134
Uzun Vadeli Yükümlülükler	104,446	121,438	127,072	132,297	144,338
Finansal Borçlar	84,577	100,407	106,619	111,816	118,324
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	19,869	21,030	20,453	20,482	26,014
Özkaynaklar	244,424	260,561	275,069	288,865	297,280
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	236,947	252,489	266,482	279,760	287,772
Azınlık Payları	7,477	8,072	8,586	9,105	9,508
Toplam Kaynaklar	425,159	454,841	492,365	523,646	558,531
Yatırım Sermayesi (IC)	328,735	337,754	346,924	358,440	366,158
İşletme Sermayesi	75,203	69,514	59,986	54,370	48,071
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	36.9%	33.4%	30.2%	26.8%	23.0%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	86,432	73,811	66,977	64,640	58,255
Toplam Borç	121,288	128,158	135,299	146,800	158,341
Net Borç / (Nakit)	64,442	56,163	51,402	49,094	42,864
Net Borç / Son 12A FAVÖK	3.1	3.2	3.3	3.1	2.1
Net Borç / Özkaynaklar	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	3,014	7,420	(1,708)	(4,121)	(1,710)

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

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.