

ERDEMİR

Satış baskısıyla artan getiri potansiyeli nedeniyle önerimizi Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz.

Endeksin Üzerinde Getiri (önceki Nötr)

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Erdemir (EREGL; E.Ü.G.; 12A HF: 45 TL) 3Ç26'da y/y %239 (USD bazında %189) artışla 2,21 milyar TL net kâr açıkladı. Net kâr, 2Ç26'da kaydedilen ertelenmiş vergi gelirinin tekrarlanmaması nedeniyle ç/ç %74 geriledi. Net satışlar, satış hacminin y/y %11 artarak 2,15 milyar tona ulaşması ve yassı çelik ortalama satış fiyatının 676 USD/t'ye (ç/ç: +%4) yükselmesiyle y/y %35 (USD bazında %15) artarak 71,29 milyar TL oldu. FAVÖK, satışların maliyetinde muhasebeleştirilen 1,56 milyar TL stok değer düşüklüğü karşılığı sonrasında y/y %68 (USD bazında %44) artarak 7,98 milyar TL'ye ulaştı. Karşılık hariç tutulduğunda FAVÖK yaklaşık 9,54 milyar TL olacaktı. Şirket tanımlı ton başına FAVÖK, 2Ç26'daki 75 USD/t'den 100 USD/t'ye, TFRS bazlı ton başına FAVÖK ise 68 USD/t'den 78 USD/t'ye yükseldi. İşletme sermayesinden kaynaklanan 7,4 milyar TL nakit çıkışı ve artan yatırım harcamaları serbest nakit akışını eksi 6,0 milyar TL'ye taşıırken Net borç ç/ç yaklaşık %28 artarak 50,5 milyar TL'ye (yaklaşık 1,0 milyar USD) ulaştı. USD bazında Net borç/Son 12 aylık TFRS FAVÖK oranı 2Ç26'daki 1,5x'ten 1,7x'e, Şirket tanımlı FAVÖK bazlı kaldıraç oranı ise 1,45x'ten 1,54x'e yükseldi.

Tahminlerle karşılaştırma: Net satışlar, piyasa beklentisinin %2, tahminimizin ise %1 üzerinde gerçekleşerek beklentilerle büyük ölçüde uyumlu geldi. FAVÖK, piyasa beklentisinin %3, tahminimizin ise %10 altında kalırken her iki sapmanın tamamı stok değer düşüklüğü karşılığından kaynaklandı. Karşılık hariç FAVÖK, piyasa beklentisini %16, tahminimizi ise %8 aştı. Net kâr, piyasa beklentisinin %13 üzerinde, tahminimizin ise %4 altında gerçekleşti.

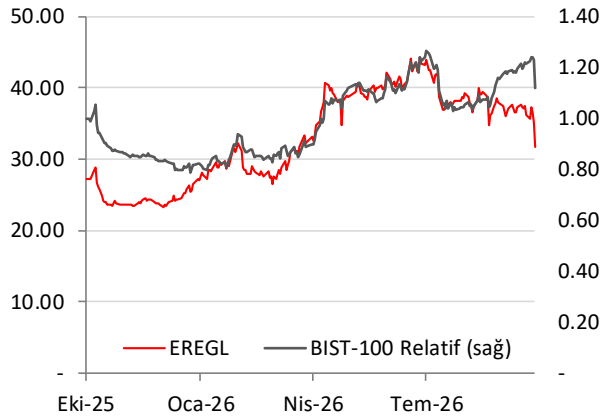
Operasyonlar: Yassı çelik ortalama satış fiyatı, 2Ç26'da yurt içi sıcak haddelenmiş rulo (HRC) fiyatlarındaki yükselişin gecikmeli yansımalarıyla ç/ç %4 artarak 676 USD/t'ye ulaştı. Yan ürün ve diğer satışları da içeren ton başına toplam gelir ç/ç %3 artarak 696 USD/t oldu. Ton başına hammadde maliyeti ç/ç yalnızca %1 artarak 409 USD/t'ye yükselirken ton başına toplam gelir ile hammadde maliyeti arasındaki fark olarak hesaplanan metal marj ç/ç %6 artışla 287 USD/t'ye ulaştı. Ton başına dönüşüm maliyeti ç/ç %4 artarak 209 USD/t, Şirket tanımlı FAVÖK bazında ise yaklaşık 187 USD/t oldu. Bu ton başına maliyet ve marj rakamları kendi hesaplamalarımıza dayanmaktadır. İhracatın satış hacmindeki payı, 3Ç25'teki yaklaşık %19'dan yaklaşık %15'e geriledi. Ham çelik kapasite kullanım oranı, 9A26'daki %81'den 9A26'da %96'ya yükseldi.

Tahminlerimiz: Satış hacmini 2026'da 8,6 milyon ton, 2027 ve 2028'de ise 8,5'er milyon ton; TFRS bazlı FAVÖK'ü sırasıyla 615 milyon USD, 760 milyon USD ve 984 milyon USD olarak tahmin ediyoruz. Bu tahminler, TFRS bazlı ton başına FAVÖK'ün sırasıyla 71 USD/t, 89 USD/t ve 116 USD/t; Şirket tanımlı ton başına FAVÖK'ün ise 83 USD/t, 89 USD/t ve 116 USD/t olacağına işaret ediyor. USD bazında Net borç/TFRS FAVÖK oranını sırasıyla 2,3x, 2,1x ve 1,6x; Net borç/Şirket tanımlı FAVÖK oranını ise 2,0x, 2,1x ve 1,6x olarak öngörüyoruz.

Yorum: TFRS FAVÖK'ün beklentilerin altında kalması, nakit çıkışı yaratmayan stok değer düşüklüğü karşılığından kaynaklandı. Şirket tanımlı ton başına FAVÖK, 88 USD/t tahminimizin üzerinde, yaklaşık 100 USD/t'ye ulaştı. Bununla birlikte, 3Ç26'da gerileyen yurt içi HRC fiyatları (Bloomberg), 4Ç26'da daha düşük ortalama satış fiyatlarına işaret ediyor. Nakit yaratımı zayıf kalmaya devam ediyor. 4Ç26 için planlanan yaklaşık 285 milyon USD yatırım harcaması ve beklenen işletme sermayesi artışıyla net borcun 2026 sonunda yaklaşık 1,4 milyar USD'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz (3Ç26: 1,0 milyar USD).

Öneri: 3Ç26 sonuçlarının ardından 12 aylık hedef fiyatımızı 46 TL'den 45 TL'ye indiriyoruz. Sonuçların ardından yaşanan yaklaşık %10'luk düşüş dahil, hisse fiyatının son üç ayda yaklaşık %29 (USD bazında yaklaşık %32) gerilemesiyle hedef fiyatımıza göre yükseliş potansiyeli yaklaşık %42'ye ulaştığından, Erdemir için önerimizi Nötr'den Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz.

Bloomberg Kodu	EREGL TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri (önceki Nötr)			
Hedef Fiyat, TL	45.00 (önceki 46.00)			
Güncel Fiyat, TL	31.60			
Getiri Potansiyeli	42%			
Piyasa Değeri, mn TL	221,200			
Firma Değeri, mn TL	279,141			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	208,910	272,586	338,560	414,134
FAVÖK, mn TL	20,451	28,725	43,023	67,706
Net Kâr, mn TL	512	12,832	13,026	26,649
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	42,864	71,699	100,397	122,135
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.5	2.3	1.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	9.8%	10.5%	12.7%	16.3%
Net Marj	0.2%	4.7%	3.8%	6.4%
Temettü Verimi	1.0%	1.8%	4.2%	4.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	2.4%	30.5%	24.2%	22.3%
FAVÖK, y/y	n.m.	40.5%	49.8%	57.4%
Net Kâr, y/y	-96.2%	2407.2%	1.5%	104.6%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	344.2	17.2	17.0	8.3
FD/FAVÖK	11.1	10.5	7.6	5.2
FD/Ciro	1.1	1.1	1.0	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-18.0%	-28.5%	19.3%	34.5%
BİST-100 Relatif	-2.5%	-9.7%	12.0%	34.3%
AOİH, mn TL	2,900	5,072	5,261	5,364



Piyasa verileri 23 Ekim 2026 tarihlidir.

Çeyreklik Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	71,291	52,958	+35%	64,883	+10%	70,027	70,920	+2%
FAVÖK	7,977	4,737	+68%	6,582	+21%	8,226	8,847	-3%
FAVÖK Marjı	11.2%	8.9%	+2.2yp	10.1%	+1.0yp	11.7%	12.5%	-0.6yp
Net Kar	2,210	651	+239%	8,549	-74%	1,954	2,295	+13%

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	52,958	60,995	59,685	64,883	71,291
Brüt Kar	4,171	6,726	4,806	5,879	7,037
Operasyonel Giderler	2,403	2,617	2,662	3,122	3,201
Faaliyet Karı	1,767	4,109	2,144	2,757	3,836
FAVÖK	4,737	7,453	5,820	6,582	7,977
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,700)	(890)	(1,247)	(3,431)	(1,507)
Vergi Öncesi Kar	67	3,219	896	(674)	2,329
Vergi Geliri / (Gideri)	633	(5,041)	(491)	9,485	(36)
Vergi Sonrası Net Kar	700	(1,822)	406	8,811	2,294
Azınlık Payları	49	50	22	262	83
Net Kar	651	(1,872)	384	8,549	2,210

Büyüme (Yıllık)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	8.7%	10.7%	11.5%	56.7%	34.6%
Operasyonel Giderler	20.9%	14.3%	30.3%	33.1%	33.2%
Faaliyet Karı	-24.5%	3,320.8%	21.9%	81.4%	117.1%
FAVÖK	4.2%	182.2%	41.0%	59.2%	68.4%
Net Kar	-18.7%	-169.5%	-10.0%	554.3%	239.5%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Brüt Kar Marjı	7.9%	11.0%	8.1%	9.1%	9.9%
Operasyonel Gider Marjı	4.5%	4.3%	4.5%	4.8%	4.5%
Faaliyet Kar Marjı	3.3%	6.7%	3.6%	4.2%	5.4%
FAVÖK Marjı	8.9%	12.2%	9.8%	10.1%	11.2%
Efektif Vergi Oranı	-939.0%	156.6%	54.7%	1,407.7%	1.5%
Net Kar Marjı	1.2%	-3.1%	0.6%	13.2%	3.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	0.5%	0.3%	1.2%	1.1%	0.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	24.9%	29.3%	30.3%	5.0%	3.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	17.7%	19.0%	24.8%	1.8%	-8.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	278.2%	239.4%	310.3%	49.0%	27.5%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	6.2%	7.2%	4.8%	3.0%	7.3%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	17.7%	18.5%	21.5%	-3.7%	-10.4%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	13,176	17,844	18,062	3,223	2,191
Düzeltilme Öncesi Kar	700	(1,822)	406	8,811	2,294
Amortisman ve İtfa Payları	2,969	3,344	3,676	3,824	4,140
İşletme Sermayesindeki Değişim	9,355	11,312	12,843	(2,428)	(7,420)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	152	5,010	1,137	(6,985)	3,177
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(3,797)	(6,256)	(3,268)	(2,063)	(8,203)
Sabit Sermaye Yatırımları	(3,288)	(4,374)	(2,845)	(1,921)	(5,187)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(509)	(1,882)	(424)	(141)	(3,016)
Serbest Nakit Akımı	9,379	11,588	14,793	1,160	(6,011)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,466	3,603	(10,427)	(8,474)	(8,203)
Finansal Borçlardaki Değişim	5,371	4,779	(6,822)	(3,008)	(5,503)
Temettü	(1,717)	(0)	—	(4,362)	—
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(2,187)	(1,176)	(3,605)	(1,105)	(2,701)
Çevrim Farkları	2,912	2,567	4,034	4,668	5,001
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	13,757	17,758	8,401	(2,646)	(9,213)

Bilanço (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	229,846	250,627	257,051	265,475	269,670
Nakit ve Nakit Benzerleri	97,706	115,477	123,933	121,326	112,158
Finansal Yatırımlar	—	—	222	235	250
Ticari Alacaklar	26,581	27,448	27,036	25,958	27,675
Stoklar	87,652	89,386	88,430	99,517	108,746
Diğer Dönen Varlıklar	17,907	18,317	17,652	18,674	21,090
Duran Varlıklar	293,801	307,904	319,695	333,624	355,365
Finansal Yatırımlar	180	186	183	183	183
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,399	1,471	1,588	1,825	1,839
Maddi Duran Varlıklar	263,528	277,300	291,730	306,778	323,185
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9,915	10,271	10,523	10,919	11,333
Şerefiye	780	805	834	875	919
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1,352	1,395	1,444	1,513	1,660
Diğer Duran Varlıklar	16,647	16,477	13,392	11,532	16,247
Toplam Varlıklar	523,646	558,531	576,746	599,099	625,035
Kısa Vadeli Yükümlülükler	102,484	116,913	126,599	148,786	165,584
Finansal Borçlar	34,984	40,017	38,032	59,533	72,352
Ticari Borçlar	59,863	68,762	75,072	81,016	84,143
Ertelenmiş Gelirler	1,690	1,846	1,912	2,390	2,823
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,947	6,288	11,583	5,848	6,266
Uzun Vadeli Yükümlülükler	132,297	144,338	145,299	121,532	111,722
Finansal Borçlar	111,816	118,324	117,595	101,541	90,593
Ertelenmiş Gelirler	—	—	—	—	—
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	13,119	19,244	20,399	11,364	11,984
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,362	6,771	7,305	8,627	9,145
Özkaynaklar	288,865	297,280	304,848	328,781	347,730
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	279,760	287,772	295,496	318,647	336,973
Azınlık Payları	9,105	9,508	9,352	10,134	10,757
Toplam Kaynaklar	523,646	558,531	576,746	599,099	625,035
Yatırım Sermayesi	358,440	366,158	364,245	388,520	419,646
Toplam Borç	146,800	158,341	155,627	161,074	162,945
Net İşletme Sermayesi (NİS)	54,370	48,071	40,394	44,459	52,279
NİS / S12A Satışlar	26.8%	23.0%	18.8%	18.6%	20.4%
Net Borç (NB)	49,094	42,864	31,471	39,512	50,537
NB / S12A FAVÖK	3.1	2.1	1.4	1.6	1.8
NB / Özkaynaklar	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(62,722)	(75,460)	(86,124)	(62,029)	(40,055)
KV ND / S12A FAVÖK	-4.0	-3.7	-3.9	-2.5	-1.4
YPP (Türev Korunma Dahil)	(4,121)	(1,710)	(5,256)	(6,305)	(5,443)

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.