

## Erdemir

Nötr (önceki Endeks Altında Getiri)

Güncel Fiyat: 32,24TL

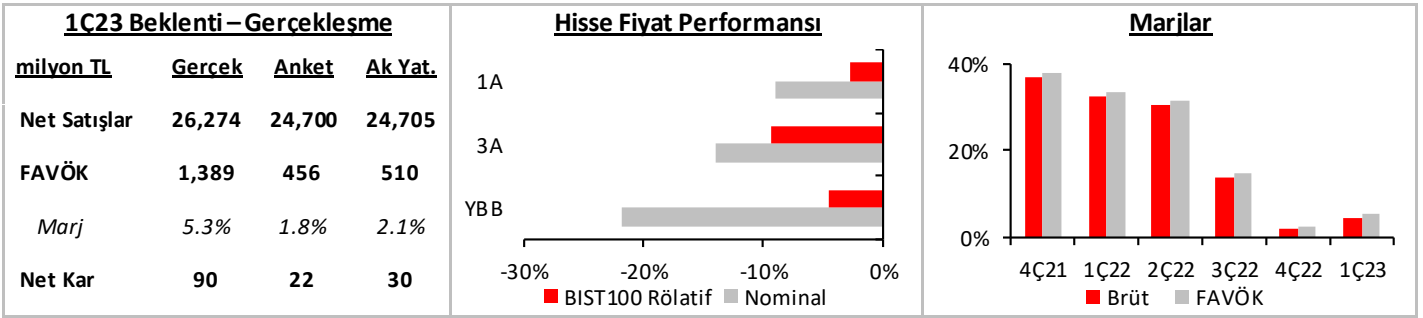
12-Aylık Hedef Fiyat: 36,20TL (önceki 37,87TL)

## 1Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Ezgi Yılmaz

[Ezgi.Yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:Ezgi.Yilmaz@akyatirim.com.tr)

Analist Ömer Faruk Yüksel

[OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr)**Tek seferlik kalemler FAVÖK ve Net kâr gerçekleştirmelerini tahminlerin üzerine taşıdı...**

**Erdemir** 1Ç23'te yıllık %98 ve çeyreklik %97 düşüyle 90 milyon TL net kâr açıkladı (Konsensüs: 22 milyon TL, AK: 30 milyon TL). Ciro yıllık bazda %10, çeyreklik bazda ise %4 daralma kaydetti. FAVÖK yıllık %86 düşüye karşın çeyreklik %106 artışla 1.389 milyon TL (Konsensüs: 456 milyon TL, AK: 510 milyon TL) olarak gerçekleşti.

**FAVÖK'teki sapma tek seferlik kalemlerden kaynaklanıyor...** Şirket, çeyreklik sunumunda ve ara dönem faaliyet raporunda 22 milyon ABD\$ (414,18 milyon TL) Şirket-FAVÖK raporlarken, UFRS finansalları 2023 yılının ilk çeyreğinde 1.389 milyon TL (73,7 milyon ABD\$) Raporlanan FAVÖK'e işaret ediyor. Sapma, sigorta tazminatı ve deprem bağışı gibi tek seferlik kalemlerden kaynaklanıyor. Tahminlerimizde 653 milyon TL'lik deprem yardımlarına FAVÖK altı kalemler olarak muamele etmişken, Şirket'in hesapladığı FAVÖK tutarı bu yardımları da FAVÖK hesaplamasına dahil etmiş durumda.

**Raporlanan FAVÖK/ton 47,5 ABD\$ seviyesinde gerçekleşti...** 22 milyon ABD\$'lık Şirket-FAVÖK, 14,1 ABD\$'lık bir FAVÖK/ton gerçekleşmesine işaret ediyor. Bu tutar bizim 1Ç23 için FAVÖK/ton tahminimiz olan 18 ABD\$ seviyesinin hafif altında bir gerçekleşmeye işaret ediyor.

**Satış hacmi beklentilerimize paralel...** Şirket, 1Ç23'te bir önceki çeyreğe göre %20 düşüyle 1,5 milyom ton satış hacmi gerçekleştirdi. Bu daralma, Şubat ayındaki depremlerin ardından İsdemir tesislerinde üretime ara verilmesinden kaynaklandı.

**1Ç23'te 161 milyon ABD\$ yatırım harcaması yapıldı...** Şirket 1Ç23'te 161 milyon ABD\$ yatırım harcaması gerçekleştirdi (1Ç22: 85 milyon ABD\$).

**Net borç 831 milyon ABD\$'a yükseldi...** 1Ç23'te 17 milyon ABD\$ negatif serbest nakit akışı raporlayan Şirket'in net borçluluk seviyesi 1Q23'te 63 milyon ABD\$ artış kaydetmiş oldu. Net Borç/FAVÖK oranı Şirket-FAVÖK'e göre 0,8x oldu.

**2023 beklentilerimiz:** 2023'te 7,1 milyon ton satış hacmi (yıllık bazda %8,5 düşüş), 106 ABD\$ FAVÖK/ton, 650 milyon ABD\$ yatırım harcaması ve %39,4 NİS/Ciro oranı tahmin ediyoruz.

**Yorumlar ve Değerleme:** Yeni makro ve piyasa varsayımlarımız doğrultusunda modelimizi güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı %4 aşağı çekerek 36,20 TL'ye (önceki 37,87 TL) çekerken "Endeks Altında Getiri" tavsiyemizi "Nötr" olarak güncelliyoruz.

Temel Kâr Tahminleri, milyon TL	Eski			Yeni			Değişim		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Net Satışlar</b>	<b>150,525</b>	<b>172,474</b>	<b>168,187</b>	<b>131,286</b>	<b>162,354</b>	<b>158,268</b>	<b>-13%</b>	<b>-6%</b>	<b>-6%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>26,900</b>	<b>30,772</b>	<b>28,433</b>	<b>16,028</b>	<b>26,690</b>	<b>30,225</b>	<b>-40%</b>	<b>-13%</b>	<b>6%</b>
<i>FAVÖK/ton (ABD\$)</i>	162	160	136	106	140	147	-35%	-12%	8%
<b>Net Kâr</b>	<b>13,560</b>	<b>15,676</b>	<b>15,488</b>	<b>6,186</b>	<b>12,869</b>	<b>16,858</b>	<b>-54%</b>	<b>-18%</b>	<b>9%</b>

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Net Satışlar</b>	<b>32,048</b>	<b>68,227</b>	<b>127,783</b>	<b>131,286</b>	<b>162,354</b>	<b>158,268</b>
Yassı	27,952	58,931	113,390	121,951	145,333	141,264
Uzun	3,324	5,796	10,606	7,318	12,769	12,412
Diğer	772	3,500	3,787	2,017	4,252	4,592
<b>Brüt Kar</b>	<b>5,925</b>	<b>25,516</b>	<b>25,539</b>	<b>13,573</b>	<b>24,262</b>	<b>27,613</b>
Operasyonel Giderler	(785)	(1,101)	(2,378)	(3,103)	(4,027)	(4,649)
Faaliyet Karı	<b>5,140</b>	<b>24,416</b>	<b>23,161</b>	<b>10,470</b>	<b>20,234</b>	<b>22,964</b>
Amortisman	1,525	2,052	3,494	5,558	6,456	7,261
<b>FAVÖK</b>	<b>6,665</b>	<b>26,468</b>	<b>26,655</b>	<b>16,028</b>	<b>26,690</b>	<b>30,225</b>
Operasyonel Olmayan Gelirler / (Giderler)	433	456	409	603	787	865
Net Kur Farkı Geliri / (Gideri)	153	490	(115)	(82)	11	10
Diğer Gelirler / (Giderler)	281	(34)	524	685	776	855
İştiraklerin Karlarındaki / (Zararlarındaki) Paylar	8	(6)	73	21	24	25
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler / (Giderler)	65	0	9	-	-	-
<b>Finansal Gelirler / (Giderler)</b>	<b>11</b>	<b>(949)</b>	<b>(1,539)</b>	<b>(1,448)</b>	<b>(976)</b>	<b>(194)</b>
Net Kur Farkı Geliri / (Gideri)	(51)	(1,197)	(1,006)	(1,065)	(500)	(46)
Net Faiz Geliri / (Gideri)	200	286	(379)	(291)	(372)	(34)
Diğer Gelirler / (Giderler)	(138)	(38)	(154)	(92)	(104)	(114)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>5,658</b>	<b>23,917</b>	<b>22,112</b>	<b>9,646</b>	<b>20,069</b>	<b>23,660</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	(2,148)	(7,838)	(3,459)	(3,135)	(6,522)	(5,915)
Azınlık Payları	201	551	648	326	677	887
<b>Net Kar</b>	<b>3,309</b>	<b>15,527</b>	<b>18,005</b>	<b>6,186</b>	<b>12,869</b>	<b>16,858</b>

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>28,507</b>	<b>65,694</b>	<b>80,656</b>	<b>88,089</b>	<b>98,185</b>	<b>103,486</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	13,542	23,190	15,186	18,146	18,057	26,610
Finansal Yatırımlar	39	10	700	867	955	1,052
Ticari Alacaklar	3,828	11,414	15,602	15,187	18,259	17,800
Stoklar	10,107	28,960	44,152	48,160	54,928	51,969
Peşin Ödenmiş Giderler	133	714	869	948	1,082	1,023
Diğer Dönen Varlıklar	859	1,406	4,146	4,780	4,905	5,032
<i>Satış Amacı Sınıflandırılan Varlıklar</i>	-	-	-	-	-	-
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>29,487</b>	<b>60,749</b>	<b>94,237</b>	<b>122,277</b>	<b>137,851</b>	<b>154,220</b>
Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler	230	371	734	969	1,109	1,268
Kullanım Hakkı Varlıkları	318	660	242	300	330	364
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	368	657	905	1,098	1,186	1,281
Maddi Duran Varlıklar	26,062	51,025	80,716	107,132	121,592	137,358
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	411	3,689	4,953	5,669	5,786	5,906
Şerhliye	-	250	351	351	351	351
Diğer Duran Varlıklar	2,098	4,097	6,337	7,307	7,497	7,692
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>57,994</b>	<b>126,442</b>	<b>174,894</b>	<b>210,916</b>	<b>236,036</b>	<b>257,706</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9,434</b>	<b>23,477</b>	<b>35,909</b>	<b>40,022</b>	<b>42,873</b>	<b>41,754</b>
Finansal Borçlar	3,786	9,716	21,172	23,701	24,317	23,636
Ticari Borçlar	3,767	6,733	11,228	12,247	13,968	13,216
Ertelenmiş Gelirler	542	1,491	1,019	992	1,192	1,162
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,339	5,539	2,489	3,082	3,395	3,740
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7,438</b>	<b>18,417</b>	<b>20,323</b>	<b>20,167</b>	<b>21,533</b>	<b>23,057</b>
Finansal Borçlar	2,813	6,961	8,408	5,271	5,124	4,980
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,625	11,457	11,914	14,896	16,409	18,076
<b>Özkaynaklar</b>	<b>41,122</b>	<b>84,548</b>	<b>118,662</b>	<b>150,727</b>	<b>171,630</b>	<b>192,895</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,809	82,293	115,645	146,337	166,631	187,277
Ödenmiş Sermaye	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Gerçekleşen Paylar	(116)	(116)	(116)	(1,116)	(1,116)	(1,116)
Rezerv ve Diğer Kalemler	17,169	41,417	53,290	78,796	91,375	105,587
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	15,947	21,965	40,967	58,972	60,004	62,449
Dönem Net Karı / (Zararı)	3,309	15,527	18,005	6,186	12,869	16,858
Azınlık Payları	1,312	2,255	3,017	4,390	4,999	5,618
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>57,994</b>	<b>126,442</b>	<b>174,894</b>	<b>210,916</b>	<b>236,036</b>	<b>257,706</b>

Sermaye (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
İşletme Sermayesi	9,758	32,865	48,377	51,056	59,108	56,414
Yatırım Sermayesi	40,104	95,020	146,760	178,664	201,863	215,666

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Operasyonel Nakit Akışı</b>	<b>7,316</b>	<b>5,717</b>	<b>8,940</b>	<b>20,062</b>	<b>16,800</b>	<b>31,632</b>
Düzeltilme Öncesi Net Kar	3,510	16,079	18,653	6,186	12,869	16,858
Amortisman ve İltifa Payları	1,525	2,052	3,494	5,558	6,456	7,261
Diğer Düzeltilmeler	1,630	8,337	4,508	4,284	7,365	6,106
<b>FAVÖK</b>	<b>6,665</b>	<b>26,468</b>	<b>26,655</b>	<b>16,028</b>	<b>26,690</b>	<b>30,225</b>
İşletme Sermayesindeki Değişimler	2,237	(14,453)	(4,064)	7,175	(3,820)	7,148
Faaliyet Karı Vergisi	(1,821)	(5,228)	(12,984)	(3,141)	(6,070)	(5,741)
Diğer Operasyonel Nakit Akışları	234	(1,069)	(666)	-	-	-
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı</b>	<b>(3,119)</b>	<b>(7,521)</b>	<b>(12,412)</b>	<b>(13,811)</b>	<b>(11,802)</b>	<b>(12,746)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(2,145)	(3,862)	(11,388)	(13,811)	(11,802)	(12,746)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	(975)	(3,659)	(1,024)	-	-	-
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>4,196</b>	<b>(1,804)</b>	<b>(3,472)</b>	<b>6,251</b>	<b>4,998</b>	<b>18,886</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(3,519)</b>	<b>(3,612)</b>	<b>(10,247)</b>	<b>(6,491)</b>	<b>(6,934)</b>	<b>(13,486)</b>
Borçlanmadan Kaynaklanan Nakit Akışı	(2,703)	3,213	5,473	(6,491)	(1,781)	(3,062)
Temettü Ödemeleri	(816)	(6,825)	(15,721)	-	(5,154)	(10,424)
<b>Diğer Çeşitli Nakit Akışları</b>	<b>2,275</b>	<b>15,063</b>	<b>5,716</b>	<b>3,200</b>	<b>1,847</b>	<b>3,153</b>
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>2,952</b>	<b>9,647</b>	<b>(8,003)</b>	<b>2,960</b>	<b>(89)</b>	<b>8,553</b>

Büyüme	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	16.7%	112.9%	87.3%	2.7%	23.7%	(2.5%)
Brüt Kar	18.2%	330.7%	0.1%	(46.9%)	78.8%	13.8%
Operasyonel Giderler	11.8%	40.2%	116.1%	30.5%	29.8%	15.4%
Faaliyet Karı	19.3%	375.0%	(5.1%)	(54.8%)	93.3%	13.5%
FAVÖK	22.1%	297.1%	0.7%	(39.9%)	66.5%	13.2%
Net Kar	(0.2%)	369.2%	16.0%	(65.6%)	108.0%	31.0%

Karlılık	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	18.5%	37.4%	20.0%	10.3%	14.9%	17.4%
Operasyonel Gider Marjı	2.4%	1.6%	1.9%	2.4%	2.5%	2.9%
Faaliyet Karı Marjı	16.0%	35.8%	18.1%	8.0%	12.5%	14.5%
FAVÖK Marjı	20.8%	38.8%	20.9%	12.2%	16.4%	19.1%
Etkin Vergi Oranı	38.0%	32.8%	15.6%	32.5%	32.5%	25.0%
Net Kar Marjı	10.3%	22.8%	14.1%	4.7%	7.9%	10.7%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	9.4%	25.4%	18.2%	4.7%	8.2%	9.5%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	7.5%	4.4%	13.7%	12.1%	3.9%	6.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	22.8%	8.4%	7.0%	15.3%	10.3%	20.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	13.1%	(2.6%)	(2.7%)	4.8%	3.1%	11.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	109.8%	21.6%	33.5%	125.2%	62.9%	104.7%

İşletme Sermayesi	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Alacak Gün Sayısı	44	61	45	42	41	41
Stok Gün Sayısı	141	247	158	149	145	145
Peşin Ödenmiş Giderler	2	6	3	3	3	3
Ticari Borçlar Gün Sayısı	53	58	40	38	37	37
Ertelenmiş Gelirler	6	8	3	3	3	3
Nakit Dönüşüm Gün Sayısı	128	249	162	154	149	149
İşletme Sermayesi	9,758	32,865	48,377	51,056	59,108	56,414
<b>İşletme Sermayesi / Satışlar</b>	<b>30.4%</b>	<b>48.2%</b>	<b>37.9%</b>	<b>38.9%</b>	<b>36.4%</b>	<b>35.6%</b>

Yatırımlar	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sabit Sermaye Yatırımları	2,145	3,862	11,388	13,811	11,802	12,746
Sabit Sermaye Yatırımları / Gelirler	6.7%	5.7%	8.9%	10.5%	7.3%	8.1%

Borduluk	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Finansal Borç / (Nakit)	(6,983)	(6,523)	13,694	9,959	10,429	955
Brüt Finansal Borç	6,598	16,676	29,581	28,972	29,441	28,616
Net Borç / FAVÖK	(1.0)	(0.2)	0.5	0.6	0.4	0.0
Net Borç / Özsermaye	(0.2)	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.0
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri / (Geliri)	(25.7)	(85.4)	61.0	36.0	54.4	674.5

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 dayanarak 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 İnternet 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023