

Erdemir

**FAVÖK piyasa beklentisine paralel;
Güçlü net kâr vergi etkisi kaynaklı...**

Osman Furkan Özdemir
Analist
oozdemir@sekeryatirim.com

Erdemir'in 2Ç26'da ana ortaklık net kârı yıllık bazda %554 artışla 8.549mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (2Ç25: 1.307mn TL). Açıklanan net kâr, beklentimiz olan 8.914mn TL'nin %4 altında, piyasa medyan beklentisi olan 5.374mn TL'nin ise %59 üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket, 2Ç26'da 674mn TL vergi öncesi zarar açıklamasına karşın 9.485mn TL vergi geliri kaydetmiş; bunun 9.111mn TL'si vergi oranı değişikliğinden kaynaklanan tek seferlik ertelenmiş vergi geliri olmuştur. Aynı dönemde, yatırım planlarının yeniden değerlendirilmesi kapsamında verilen avanslar için kaydedilen 2.182mn TL değer düşüklüğü gideri, yatırım faaliyetlerinden giderler altında vergi öncesi karı aşağı çekmiştir. Raporlanan güçlü net kârın ana kaynağı operasyonel performans değil, tek seferlik vergi etkisi olmuştur.

Erdemir'in FAVÖK tutarı 2Ç26'da yıllık bazda %59, çeyreklik bazda %13 artışla 6.582mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (2Ç25: 4.134mn TL; 1Ç26: 5.820mn TL). Açıklanan FAVÖK, beklentimiz olan 7.304mn TL'nin %9,9 altında, piyasa medyan beklentisi olan 6.604mn TL'nin ise %0,3 altında gerçekleşerek medyana paralel kalmıştır. FAVÖK marjı yıllık bazda 0,1 puan, çeyreklik bazda 0,3 puan artışla %10,1 seviyesine yükselmiştir. Beklentimizin altında kalan FAVÖK'te, net satış gelirlerinin tahminimizin altında gerçekleşmesi belirleyici olmuştur. Ton başına FAVÖK 1Ç26'daki 73 USD seviyesinden 2Ç26'da 75 USD'ye yükselerek çeyrek bazında toparlanmanın sürdüğüne işaret etmiştir. Buna karşın FAVÖK marjındaki artışın sınırlı kalması, fiyatlamadaki iyileşmenin maliyet ve ürün karması etkileriyle kısmen dengelendiğini düşündürmektedir.

Erdemir'in net satış gelirleri 2Ç26'da yıllık bazda %56,7, çeyreklik bazda %8,7 artışla 64.883mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (2Ç25: 41.413mn TL; 1Ç26: 59.685mn TL). Net satış geliri beklentimiz olan 71.076mn TL'nin %8,7 altında, piyasa medyan beklentisi olan 64.415mn TL'nin ise %0,7 üzerinde gerçekleşmiştir. USD bazında satış gelirleri yıllık %35,5 artışla 1.432mn USD'ye ulaşırken, satış hacmi %19,7 artışla 2,12mn tona yükselmiştir. Dolayısıyla yıllık gelir büyümesinin ana desteği hacim artışı olurken, USD bazlı gelirlerin hacimden daha hızlı büyümesi fiyat ve ürün karmasının da olumlu katkı sağladığına işaret etmektedir. Brüt kâr yıllık bazda %52,0, çeyreklik bazda %22,3 artışla 5.879mn TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı %9,1 seviyesinde gerçekleşmiştir (2Ç25: %9,3; 1Ç26: %8,1). Türkiye yassı çelik ithalatının 1Y26'da 4,4mn ton ile yatay kalması ve küresel HRC fiyatlarındaki zayıf görünüm, fiyatlama üzerindeki rekabet baskısının sürdüğüne işaret etmektedir.

AL

Hedef Fiyat: 42,24 TL
Önceki Hedef Fiyat: 42,24 TL
Kazandırma Potansiyeli: %9

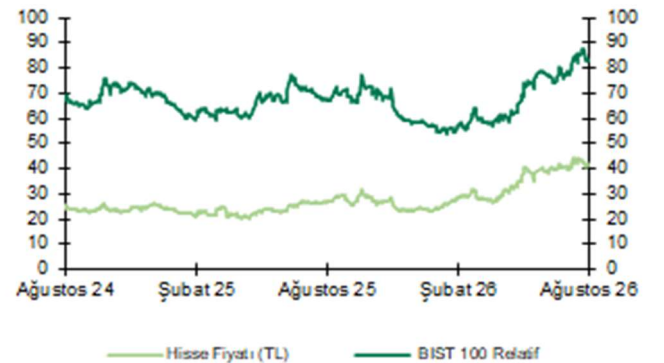
	TL	US\$
Fiyat	38,68	0,81
BİST 100	13.779	290
US\$ (MB Alış):	47,61	
52 Hafta Yüksek:	44,20	0,94
52 Hafta Düşük:	23,32	0,54
Bloomberg/Reuters Kodu:	EREGL.TI / EREGL.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	7.000,0	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	270.760	5.697
Halka Açık PD (TL Mn):	129.965	2.735

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-6,3	43,8	64,6
US\$ Getiri (%):	-7,8	22,9	48,5
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	-1,4	14,4	34,5
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	5.453,56		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	125,19		

Beta	0,97
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,39
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23

Ortaklık Yapısı	%
Ataer Holding	49,54
Halka Açık	46,49
Erdemir Portföyü	3,97
Toplam	100,00



Net finansal borç seviyesinde iyileşme sürüyor -Şirket'in TFRS 16 hariç net borcu 2025 yılı sonundaki 963mn USD seviyesinden 2Ç26 sonunda 817mn USD'ye gerilerken, net borç/FAVÖK oranı 1,92x'ten 1,45x'e düşmüştür. Net işletme sermayesinin 1.328mn USD'den 1.106mn USD'ye gerilemesi nakit yaratımını desteklemiştir. Şirket, 1Y26 döneminde 95mn USD temettü ödemesine rağmen net borç seviyesini azaltarak bilanço görünümünü iyileştirmiştir.

Operasyonel görünüm... Şirketin nihai mamul satış hacmi 2Ç26'da yıllık bazda %19,7 artışla 2,12mn tona yükselirken, çeyreklik bazda yatay seyretmiştir. Sıvı çelik üretimi yıllık %27,2 artışla 2,32mn tona ulaşırken, ham çelik kapasite kullanım oranı 1Y26'da %95'e yükselmiştir (1Y25: %77). Yurt içi satış hacmi 1Y26'da yıllık bazda %31,5 artarken ihracat hacmi %33,5 gerilemiş; ihracatın toplam satışlardaki payı %24,7'den %14,2'ye inmiştir. Üretim tesislerindeki duruşlardan kaynaklanan çalışmayan kısım giderlerinin 1.215mn TL'den 251mn TL'ye gerilemesi operasyonel kârlılığı desteklemiştir. Buna karşın satış büyümesinin yurt içi pazarda yoğunlaşması ve soğuk mamul satışlarının %1,7 gerilemesi, güçlü hacim artışının marjlara sınırlı yansımada kanal ve ürün karmasının etkili olabileceğine işaret etmektedir.

Sektörel görünüm... Türkiye çelik üretimi 1Y26'da yıllık bazda %5,3 artışla 21,9mn tona, yurt içi çelik tüketimi ise %7,0 artışla 19,9mn tona yükselmiştir. Aynı dönemde toplam çelik ithalatı 9,3mn ton, yassı ürün ithalatı ise 4,4mn ton ile yatay seyretmiş; iç pazardaki ithalat rekabeti devam etmiştir. Küresel ham çelik üretimi %0,7 gerileyerek 931,5mn tona inerken, şirket sunumundaki HRC fiyat grafikleri de fiyatlama koşullarının zayıf seyrini koruduğuna işaret etmektedir. İç talepteki büyümenin Erdemir'in yurt içi satış hacmini desteklemesini beklerken, yüksek ithalat seviyesi ve zayıf küresel fiyatlama nedeniyle marj toparlanmasının kademeli olacağını değerlendiriyoruz.

2Ç26 sonuçları, operasyonel toparlanmanın sürdüğünü; buna karşılık net kârdaki güçlü artışın önemli ölçüde tek seferlik vergi etkisinden kaynaklandığını göstermektedir. 1Y26'da kapasite kullanım oranının %95'e yükselmesi ve ton başına FAVÖK'ün son beş çeyrekte 64 USD'den 75 USD'ye çıkması, operasyonel görünümdeki iyileşmeyi desteklemektedir. Bununla birlikte yüksek ithalat rekabeti ve zayıf küresel fiyatlama, toparlanmanın kademeli ilerleyeceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede ileriye dönük tahminlerimizde belirgin bir değişikliğe gitmiyor, Erdemir için 42,24 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı koruyoruz. Son kapanış fiyatına göre %9 getiri potansiyeline işaret eden hedef fiyatımız doğrultusunda Şirket payları için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar

Milyon TL	1Y25	1Y26	Yıllık	2Ç25	2Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	94.958	124.567	31,2%	41.413	64.883	56,7%
Brüt Kar	7.668	10.684	39,3%	3.866	5.879	52,0%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,6%</i>		<i>9,3%</i>	<i>9,1%</i>	
Operasyonel Kar	3.279	4.901	49,4%	1.520	2.757	81,4%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,9%</i>		<i>3,7%</i>	<i>4,2%</i>	
FAVÖK	8.261	12.402	50,1%	4.134	6.582	59,2%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,0%</i>		<i>10,0%</i>	<i>10,1%</i>	
Net Kar	1.733	8.933	415,5%	1.307	8.549	554,3%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>1,8%</i>	<i>7,2%</i>		<i>3,2%</i>	<i>13,2%</i>	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2024/12K	2025/12K	2025/06K	2026/06K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	206.913	277.300	250.362	306.778	23
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.343	11.075	10.281	11.794	15
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	26.047	19.529	19.304	15.053	(22)
Ticari Alacaklar	26.464	27.448	26.111	25.958	(1)
Hazır Değerler	55.260	115.477	83.897	121.326	45
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	101.132	107.703	102.410	118.191	15
Toplam Aktifler	425.159	558.531	492.365	599.099	22
Uzun Vadeli Borçlar	84.577	118.324	106.619	101.541	(5)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	19.869	26.014	20.453	19.991	(2)
Kısa Vadeli Borçlar	26.268	23.952	15.150	19.164	26
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	30.023	68.762	50.582	81.016	60
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.997	24.199	24.493	48.606	98
Toplam Yükümlülükler	180.735	261.251	217.296	270.318	24
Toplam Özsermaye	244.424	297.280	275.069	328.781	20
Toplam Pasifler	425.159	558.531	492.365	599.099	22
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/12K	2025/12K	2025/06K	2026/06K	%Değ
Net Satışlar	204.060	208.910	94.958	124.567	31
SMM	184.055	190.345	87.290	113.883	30
Brüt Kâr	20.005	18.565	7.668	10.684	39
Faaliyet Giderleri	7.750	9.409	4.388	5.783	32
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	12.255	9.156	3.279	4.901	49
Net Diğer Gelir/(Gider)	8.801	796	457	335	(27)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	245	913	553	(2.075)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(7.454)	(8.168)	(4.370)	(4.615)	A.D.
Parasal Kazanç/Kayıp	(530)	876	435	1.461	236
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	205	107	39	215	451
Vergi Öncesi Kâr	13.522	3.680	394	223	(44)
Vergi	(671)	2.986	(1.422)	(8.995)	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	14.193	694	1.816	9.217	408
Azınlık Payları	712	183	83	284	242
Ana Ortaklık Payları	13.481	512	1.733	8.933	415,5

EREGL

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

**UYARI NOTU:**

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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com