

KARDEMİR

Nötr

Parasal kazanç ve ertelenmiş vergi geliri nedeniyle beklenti üstü net kar

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Kardemir, 2Ç25'te 1,32 milyar TL net kâr açıkladı (Piyasa: 62 milyon TL), geçen yılın aynı döneminde 1,25 milyar TL net zarar raporlamıştı. **Net satışlar** %2 y/y düşüşle 14,62 milyar TL oldu (Piyasa tahmini: 14,26 milyar TL). **FAVÖK** %79 y/y artışla 1,16 milyar TL'ye yükseldi (Piyasa tahmini: 1,17 milyar TL). **Satış hacmi**, 2Ç24'teki düşük bazın etkisiyle %22 y/y artış kaydetti. **Net borç**, 1,08 milyar TL'lik negatif serbest nakit akışı nedeniyle 6,87 milyar TL'ye yükseldi; Net Borç/FAVÖK oranı ise 1,3x'ten 1,5x'e yükseldi. **Tahminlerimizden sapmalar:** (i) beklentimizden hafif yüksek satış hacmi; (ii) beklentimizden hafif zayıf çelik marjı; (iii) daha yüksek parasal kazanç; (iv) daha yüksek ertelenmiş vergi geliri.

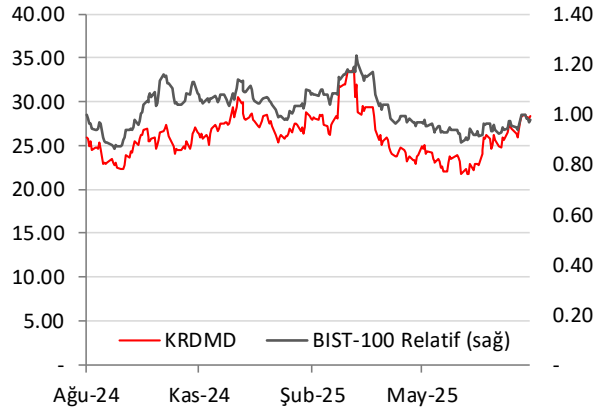
Yeniden düzenlenmiş verilere göre FAVÖK, baz etkisiyle %69 artarak ton başına 49 USD'ye yükseldi. Karşılaştırılabilirliği artırmak amacıyla, raporlanan temel faaliyet göstergelerini ilgili çeyrek sonlarına geriye endeksleyip dönem sonu USD/TL kuru ile USD'ye çevirerek yeniden düzenledik. Ancak TMS29'un çeyrek içi enflasyon ve stok devir hızı etkileri nedeniyle finansallar üzerindeki etkisi devam etmektedir. Yaklaşımımız, yalnızca dönemler arası enflasyon ve döviz kuru hareketlerinin etkilerini ortadan kaldırmakta; TMS29'a özgü çeyrek içi etkileri elimine edememektedir. **Yeniden düzenlenmiş verilere göre (bkz. sayfa 2)**, ortalama satış fiyatı (ASP) %8 düşüşle ton başına 621 USD'ye geriledi. Çelik üretim marjı olarak bilinen delta ise hammadde maliyetlerindeki düşüşün daha düşük fiyatları telafi etmesi sayesinde %36 artarak ton başına 200 USD'ye çıktı. Böylece, ton başına FAVÖK %69 artışla 49 USD oldu. 2Ç24 ve 3Ç24'te ton başına sırasıyla 29 USD ve 34 USD ile son derece düşük seviyeler görülmüştü.

Yorum ve Değerlendirme: Operasyonel sonuçlar büyük ölçüde piyasa beklentilerine paralel gerçekleşirken, net kâr parasal kazanç ve ertelenmiş vergi gelirindeki artış sayesinde beklentileri belirgin şekilde aştı. "Nötr" tavsiyemizi ve 12 aylık 30 TL hedef fiyat seviyemizi koruyoruz.

| Finansal Özet | TMS29'a göre | | | TMS29'a göre | | AK | | Piyasa | |
|---------------|--------------|--------|---------|--------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| | 2Ç25 | 2Ç24 | y/y | 1Ç25 | ç/ç | Tahmin | Fark | Tahmin | Fark |
| Net Satışlar | 14,619 | 14,943 | -2% | 15,278 | -4% | 14,115 | 4% | 14,257 | 3% |
| FAVÖK | 1,155 | 643 | 79% | 1,177 | -2% | 1,176 | -2% | 1,174 | -2% |
| FAVÖK Marjı | 7.9% | 4.3% | 359 bps | 7.7% | 19 bps | 8.3% | -43 bps | 8.2% | -34 bps |
| Net Kar | 1,316 | -1,252 | -205% | -1,570 | -184% | 156 | 744% | 62 | 2023% |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

| Bloomberg Kodu | KRDMD TI | | | |
|-----------------------|----------|--------|--------|--------|
| Tavsiye | Nötr | | | |
| Hedef Fiyat, TL | 30.00 | | | |
| Güncel Fiyat, TL | 28.30 | | | |
| Getiri Potansiyeli | 6% | | | |
| Halka Açıklık Oranı | 89% | | | |
| Piyasa Değeri, mn TL | 22,080 | | | |
| Finansal Veriler | 2024 | 2025T | 2026T | 2027T |
| Özet UFRS Finansallar | | | | |
| Ciro, mn TL | 56,500 | 74,446 | 85,950 | 98,642 |
| FAVÖK, mn TL | 4,187 | 5,456 | 8,217 | 12,408 |
| Net Kâr, mn TL | -3,031 | 878 | 1,909 | 3,409 |
| Borçluluk | | | | |
| Net Borç, mn TL | 1,865 | 4,069 | 1,864 | -2,337 |
| Net Borç/FAVÖK | 0.4 | 0.7 | 0.2 | -0.2 |
| Kârlılık | | | | |
| FAVÖK Marjı | 7.4% | 7.3% | 9.6% | 12.6% |
| Net Marj | n.m. | 1.2% | 2.2% | 3.5% |
| Temettü Verimi | - | - | - | - |
| Büyüme | | | | |
| Ciro, y/y | 9.5% | 31.8% | 15.5% | 14.8% |
| FAVÖK, y/y | 30.4% | 30.3% | 50.6% | 51.0% |
| Net Kâr, y/y | n.m. | n.m. | 117.4% | 78.6% |
| Değerleme Verisi | | | | |
| F/K | n.m. | 36.7 | 16.9 | 9.5 |
| FD/FAVÖK | 7.7 | 6.7 | 4.2 | 2.4 |
| FD/Ciro | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| Hisse Verileri | | | | |
| Nominal Getiri | 14.9% | 19.4% | 2.5% | 4.4% |
| BİST-100 Relatif | 4.7% | 1.0% | -5.6% | -6.4% |
| AOİH, mn TL | 1,331 | 1,337 | 1,349 | 1,415 |



Piyasa verileri 8 Ağustos 2025 tarihlidir.

| Operational Results | 2Q24 | 1Q25 | 2Q25 | y/y | q/q |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Volume, qtr (kt) | 493 | 636 | 601 | 22% | -5% |
| <i>Crude Steel (Billet) (kt)</i> | 198 | 280 | 240 | 21% | -15% |
| <i>Rolled Steel (kt)</i> | 295 | 355 | 361 | 22% | 2% |
| CPI, eop | 2,319 | 2,991 | 3,183 | 37% | 6% |
| USD/TRY, eop | 32.84 | 37.22 | 39.21 | 19% | 5% |
| Real USD/TRY, eop | 0.01 | 0.01 | 0.01 | -13% | -1% |
| Real TRY/USD, eop | 70.62 | 80.36 | 81.19 | 15% | 1% |
| Reported | | | | | |
| Net Sales (TRYmn) | 14,943 | 15,278 | 14,619 | -2% | -4% |
| <i>Crude Steel (Billet) (TRYmn)</i> | 5,061 | 5,514 | 4,679 | -8% | -15% |
| <i>Rolled Steel (TRYmn)</i> | 9,274 | 8,980 | 8,937 | -4% | 0% |
| ASP (TRY/t) | 30,320 | 24,038 | 24,333 | -20% | 1% |
| <i>Crude Steel (Billet) (TRY/t)</i> | 25,572 | 19,670 | 19,525 | -24% | -1% |
| <i>Rolled Steel (TRY/t)</i> | 31,444 | 25,279 | 24,746 | -21% | -2% |
| Delta (TRYmn) | 3,276 | 4,971 | 4,709 | 44% | -5% |
| Delta/ton (TRY/t) | 6,648 | 7,821 | 7,839 | 18% | 0% |
| EBITDA (TRYmn) | 643 | 1,177 | 1,155 | 79% | -2% |
| EBITDA/ton (TRY/t) | 1,305 | 1,852 | 1,922 | 47% | 4% |
| Adjusted | | | | | |
| Net Sales (USDmn) | 332 | 386 | 373 | 12% | -3% |
| <i>Crude Steel (Billet) (USDmn)</i> | 112 | 139 | 119 | 6% | -14% |
| <i>Rolled Steel (USDmn)</i> | 206 | 227 | 228 | 11% | 1% |
| ASP (USD/t) | 673 | 607 | 621 | -8% | 2% |
| <i>Crude Steel (Billet) (USD/t)</i> | 567 | 497 | 498 | -12% | 0% |
| <i>Rolled Steel (USD/t)</i> | 698 | 638 | 631 | -10% | -1% |
| Delta (USDmn) | 73 | 125 | 120 | 65% | -4% |
| Delta/ton (USD/t) | 147 | 197 | 200 | 36% | 1% |
| EBITDA (USDmn) | 14 | 30 | 29 | 106% | -1% |
| EBITDA/ton (USD/t) | 29 | 47 | 49 | 69% | 5% |

** Figures are de-indexed back to respective quarter-end levels and converted to USD using end-of-period USD/TRY. Due to the IAS29 methodology, intra-quarter indexing also impacts financial statements (e.g., monthly sales and/or cost of sales are indexed to quarter-end), and monetary gains/losses driven by inflation, the period of recognition, and inventory turnover cannot be separately identified.*

Source: AK Investment, EquityRT, Company Data

| Income Statement (TRY mn) | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 6A24 S12A | 6A25 S12A |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------------|
| Revenues | 14,943 | 18,040 | 15,064 | 15,278 | 14,619 | 77,381 | 63,002 |
| Gross Profit | 282 | 637 | 928 | 759 | 798 | 2,676 | 3,122 |
| Operating Expenses | 302 | 340 | 346 | 319 | 331 | 1,140 | 1,336 |
| EBIT | -20 | 297 | 582 | 440 | 467 | 1,536 | 1,787 |
| EBITDA | 643 | 949 | 1,196 | 1,177 | 1,155 | 4,286 | 4,477 |
| Non-Operating Income / (Expense) | -747 | -1,133 | -54 | -961 | 67 | -4,098 | -2,082 |
| Profit Before Tax | -767 | -836 | 528 | -521 | 534 | -2,562 | -295 |
| Tax Income / (Expense) | -485 | -368 | -390 | -1,050 | 782 | 4,910 | -1,026 |
| Net Profit After Tax | -1,252 | -1,204 | 137 | -1,570 | 1,316 | 2,348 | -1,321 |
| Minority Interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Profit | -1,252 | -1,204 | 137 | -1,570 | 1,316 | 2,348 | -1,321 |
| Growth (y/y) | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 6A24 S12A | 6A25 S12A |
| Revenue | -21.3% | -18.8% | -32.6% | -14.5% | -2.2% | | -18.6% |
| Opex | 23.3% | 25.1% | 31.2% | 5.5% | 9.4% | | 17.2% |
| EBIT | -100.6% | -445.6% | 153.2% | -68.8% | -2392.9% | | 16.3% |
| EBITDA | -85.1% | 69.5% | 21.4% | -43.9% | 79.5% | | 4.5% |
| Net Profit | -411.2% | -33.8% | -97.9% | 28.9% | -205.1% | | -156.3% |
| Profitability & Ratio Analysis | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 6A24 S12A | 6A25 S12A |
| Gross Profit Margin | 1.9% | 3.5% | 6.2% | 5.0% | 5.5% | 3.5% | 5.0% |
| Opex Margin | 2.0% | 1.9% | 2.3% | 2.1% | 2.3% | 1.5% | 2.1% |
| EBIT Margin | -0.1% | 1.6% | 3.9% | 2.9% | 3.2% | 2.0% | 2.8% |
| EBITDA Margin | 4.3% | 5.3% | 7.9% | 7.7% | 7.9% | 5.54% | 7.11% |
| Effective Tax Rate | -63.3% | -44.0% | 74.0% | -201.6% | -146.5% | 191.7% | -347.7% |
| Net Profit Margin | -8.4% | -6.7% | 0.9% | -10.3% | 9.0% | 3.0% | -2.1% |
| Net Monetary Gain/Loss as of Sales | 1.0% | 1.9% | 1.4% | 0.9% | 2.8% | 4.6% | 1.8% |
| Operating Cash Flow Margin | -32.5% | -9.3% | 25.0% | -15.1% | -2.4% | 6.7% | -0.9% |
| Free Cash Flow Margin | -34.9% | -14.3% | 15.2% | -20.4% | -7.4% | 4.8% | -7.1% |
| Operational Cash Flow / EBITDA | -755% | -177% | 314% | -196% | -30% | 121% | -13% |
| Capex / Revenues | 2.3% | 4.9% | 10.0% | 4.3% | 4.9% | 2.6% | 6.0% |
| Inflow / (Outflow) for WCR / Revenues | -35.6% | 2.4% | -2.1% | -22.1% | -7.2% | -2.5% | -6.9% |
| Cash Flow Statement (TRY mn) | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 6A24 S12A | 6A25 S12A |
| Net Operating Cash Flow | -4,860 | -1,681 | 3,761 | -2,311 | -352 | 5,170 | -583 |
| Earnings Before Adjustments | -1,252 | -1,204 | 137 | -1,570 | 1,316 | 2,348 | -1,321 |
| Depreciation & Amortisation | 664 | 652 | 614 | 737 | 687 | 2,750 | 2,690 |
| Change in Working Capital | -5,322 | 427 | -321 | -3,371 | -1,056 | -1,953 | -4,321 |
| Other Operating Cash Flow | 1,050 | -1,556 | 3,330 | 1,893 | -1,298 | 2,025 | 2,369 |
| Net Investment Cash Flow | -350 | -896 | -1,469 | -802 | -731 | -1,442 | -3,898 |
| Capital Expenditures | -336 | -890 | -1,512 | -653 | -723 | -2,011 | -3,779 |
| Other Investment Cash Flow | -14 | -6 | 43 | -149 | -8 | 569 | -120 |
| Free Cash Flow | -5,210 | -2,577 | 2,291 | -3,113 | -1,082 | 3,728 | -4,481 |
| Cash from Financial Operations | -46 | 3,295 | 141 | 2,932 | 1,339 | -1,277 | 7,706 |
| Change in Financial Debt | -114 | 3,306 | -132 | 2,795 | 1,305 | -1,429 | 7,275 |
| Dividends Paid | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -428 | 0 |
| Other Financial Cash Flow | 68 | -11 | 273 | 137 | 33 | 580 | 432 |
| Translation Differences | 0 | 0 | -3,556 | 0 | 0 | -3,400 | -3,556 |
| Net Increase / (Decrease) in Cash | -5,256 | 718 | -1,124 | -182 | 256 | -949 | -331 |

| Balance Sheet (TRY mn) | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Current Assets | 39,189 | 40,310 | 36,505 | 34,569 | 34,462 |
| Cash and Cash Equivalents | 2,330 | 4,384 | 3,261 | 2,751 | 2,792 |
| Short-Term Financial Assets | 23 | 32 | 1 | 165 | 191 |
| Short-Term Trade Receivables | 5,942 | 8,173 | 5,509 | 6,453 | 5,698 |
| Inventories | 21,816 | 20,303 | 20,518 | 19,501 | 20,017 |
| Other Current Assets | 9,101 | 7,449 | 7,218 | 5,864 | 5,955 |
| Long Term Assets | 57,905 | 58,176 | 59,085 | 59,021 | 59,131 |
| Long-Term Financial Assets | 7 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Investments with Equity Method | 259 | 276 | 291 | 300 | 311 |
| Tangible Fixed Assets | 57,100 | 57,344 | 58,219 | 58,113 | 58,159 |
| Intangible Fixed Assets | 301 | 296 | 305 | 313 | 317 |
| Other Long-Term Assets | 238 | 254 | 265 | 290 | 338 |
| Total Assets | 97,094 | 98,485 | 95,590 | 93,590 | 93,593 |
| Short Term Liabilities | 28,901 | 31,135 | 27,947 | 25,623 | 24,656 |
| Short-Term Financial Loans | 1,919 | 5,349 | 5,052 | 6,972 | 7,854 |
| Short-Term Trade Payables | 20,115 | 17,178 | 18,043 | 12,766 | 13,465 |
| Other Short-Term Liabilities | 6,867 | 8,609 | 4,852 | 5,885 | 3,337 |
| Long Term Liabilities | 7,277 | 7,437 | 7,631 | 9,592 | 9,603 |
| Long-Term Financial Loans | 401 | 274 | 386 | 1,294 | 1,995 |
| Other Long-Term Liabilities | 6,876 | 7,163 | 7,245 | 8,298 | 7,608 |
| Equity | 60,916 | 59,913 | 60,012 | 58,375 | 59,334 |
| Parent Share | 60,916 | 59,913 | 60,012 | 58,375 | 59,334 |
| Share Capital | 1,540 | 1,413 | 1,140 | 1,208 | 1,140 |
| Total Liabilities and Shareholders Capital | 97,094 | 98,485 | 95,590 | 93,590 | 93,593 |
| Invested Capital | 67,781 | 68,314 | 69,434 | 72,188 | 73,999 |
| WCR | 7,642 | 11,298 | 7,983 | 13,188 | 12,250 |
| WCR / TTM Net Sales | 10% | 15% | 12% | 21% | 19% |
| WCR (Inc. Other Current Assets / Liabilities) | 9,876 | 10,139 | 10,349 | 13,167 | 14,868 |
| Net Debt / (Cash) | -34 | 1,206 | 2,175 | 5,349 | 6,867 |
| Net Debt / TTM EBITDA | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 1.5 |
| Net Debt / Equity | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| FX Position (Including Hedge) | -21,558 | -23,576 | -21,288 | -19,774 | -18,591 |

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 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.