

KARDEMİR

Nötr

Beklentilerin üzerinde net zarar; beklentilerin altında FAVÖK

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Kardemir (KRDMD; N; 12A HF: 30 TL) 682 milyon TL net zarar (-%47 y/y) ile tahminlerin belirgin üzerinde zarar açıkladı (Kons.: 166 milyon TL net zarar; AK: 197 milyon TL net zarar). Ciro ~16,06 milyar TL (-%17 y/y), tahminlerle büyük ölçüde uyumlu (Kons.: 15,91 milyar TL; AK: 16,14 milyar TL). FAVÖK 1,78 milyar TL (+%75 y/y), tahminlerin altında (Kons.: 1,85 milyar TL; AK: 1,90 milyar TL). Net borç 7,25 milyar TL; NB/FAVÖK oranı daha 12A FAVÖK'te toparlanma sayesinde 2Ç25'teki 1,5x seviyesinden 1,3x'a geriledi.

Tahminlerimizden sapmalar: Net zarardaki sapma daha yüksek vergi giderinden kaynaklandı. FAVÖK'teki %6'lık sapma, daha düşük çelik marjından (Ton Başına Çelik Fiyatı – Ton Başına Hammadde Maliyeti) kaynaklandı.

FAVÖK'te y/y ve ç/ç iyileşme farklı sebeplerden kaynaklandı: Yıllık +%75 iyileşme hammadde maliyetlerinin düşüşünden geldi. Çeyreklik +%43 iyileşme diğer nakit giderlerden (örn. genel üretim gideri) kaynaklandı. Söz konusu iyileşmelerde (özellikle yıllık iyileşme) TMS-29'un azalan etkisinin de önemli bir neden olabileceğini düşünüyoruz; ancak bunu analiz edebilmek için elimizde yeterli veri bulunmuyor.

Yorum & Derecelendirme: Hisse son bir ayda XU100'e göre %2,6 geride kaldı; bu da 3Ç25'e ilişkin operasyonel karlılıkta toparlanma hikayesinin fiyata yansımadığını düşündürüyor. Bu nedenle FAVÖK/net kar sapmasının sınırlı ve kısa süreli negatif bir tepkiyi tetiklemesini bekleriz. 12A HF seviyemizi (30 TL) ve Nötr tavsiyemizi koruyoruz.

Bloomberg Kodu	KRDMD TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	30.00
Güncel Fiyat, TL	28.00
Getiri Potansiyeli	7%
Halka Açıklık Oranı	89%
Piyasa Değeri, mn TL	21,846
Firma Değeri, mn TL	26,807

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	56,500	67,617	85,813	104,222
FAVÖK, mn TL	4,187	6,380	9,312	13,006
Net Kâr, mn TL	-3,031	-677	2,255	5,949

Borçluluk

Net Borç, mn TL	1,865	6,980	5,514	3,667
Net Borç/FAVÖK	0.4	1.1	0.6	0.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı	7.4%	9.4%	10.9%	12.5%
Net Marj	n.m.	n.m.	2.6%	5.7%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

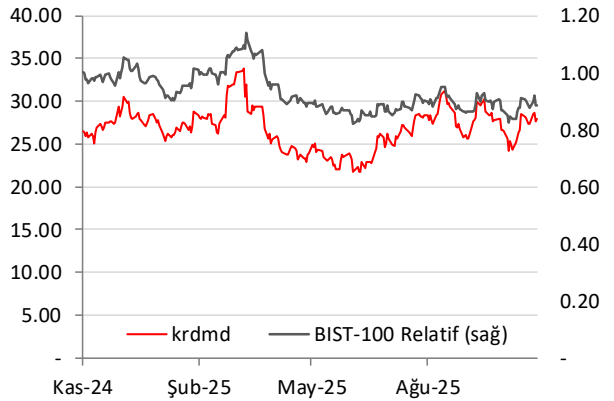
Ciro, y/y	9.5%	19.7%	26.9%	21.5%
FAVÖK, y/y	30.4%	52.4%	45.9%	39.7%
Net Kâr, y/y	n.m.	-77.7%	n.m.	163.8%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	n.m.	14.2	5.4
FD/FAVÖK	7.7	6.1	4.0	2.7
FD/Ciro	0.6	0.6	0.4	0.3

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.4%	-1.0%	6.1%	3.3%
BİST-100 Relatif	-2.6%	-2.5%	-15.1%	-8.3%
AOİH, mn TL	1,571	1,693	1,497	1,503



Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa (13 Kat.)	
(milyon TL)	3Ç25	3Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	16,058	19,394	-17%	16,135	-0%	15,913	+1%
FAVÖK	1,778	1,017	+75%	1,896	-6%	1,853	-4%
FAVÖK Marjı	11.1%	5.2%	+5.8 yp	11.8%	-0.7 yp	11.6%	-0.6 yp
Net Kar	-682	-1,294	-47%	-197	+246%	-166	+311%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Satış Gelirleri	19,394	16,195	16,425	15,716	16,058
Brüt Kar	685	998	816	858	1,465
Operasyonel Giderler	366	372	342	355	353
Faaliyet Karı	320	625	473	502	1,112
FAVÖK	1,017	1,289	1,266	1,241	1,778
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-1,218	-58	-1,033	72	-1,255
Vergi Öncesi Kar	-899	567	-560	574	-142
Vergi Geliri / (Gideri)	-396	-420	-1,128	841	-539
Vergi Sonrası Net Kar	-1,294	147	-1,688	1,415	-682
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	-1,294	147	-1,688	1,415	-682
Büyüme (Yıllık)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Satış Gelirleri	-18.8%	-32.6%	-14.5%	-2.2%	-17.2%
Operasyonel Giderler	25.1%	31.2%	5.5%	9.4%	-3.4%
Faaliyet Karı	-445.6%	153.2%	-68.8%	-2392.9%	248.0%
FAVÖK	68.9%	21.6%	-43.9%	79.5%	74.9%
Net Kar	-33.8%	-97.9%	28.9%	-205.1%	-47.3%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Brüt Kar Marjı	3.5%	6.2%	5.0%	5.5%	9.1%
Operasyonel Gider Marjı	1.9%	2.3%	2.1%	2.3%	2.2%
Faaliyet Kar Marjı	1.6%	3.9%	2.9%	3.2%	6.9%
FAVÖK Marjı	5.2%	8.0%	7.7%	7.9%	11.1%
Efektif Vergi Oranı	-44.0%	74.0%	-201.6%	-146.5%	-378.8%
Net Kar Marjı	-6.7%	0.9%	-10.3%	9.0%	-4.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	1.9%	1.4%	0.9%	2.8%	2.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	1.9%	11.5%	-15.1%	-2.4%	13.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-3.0%	1.7%	-20.4%	-7.4%	4.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	37%	144%	-196%	-30%	121%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.9%	10.1%	4.3%	4.9%	8.7%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	2.4%	-2.2%	-22.1%	-7.2%	0.0%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	378	1,858	-2,484	-378	2,157
Düzeltilme Öncesi Kar	-1,294	147	-1,688	1,415	-682
Amortisman ve İtfa Payları	697	664	792	739	666
İşletme Sermayesindeki Değişim	464	-349	-3,624	-1,136	-7
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	511	1,396	2,036	-1,396	2,180
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-960	-1,583	-863	-786	-1,375
Sabit Sermaye Yatırımları	-954	-1,629	-702	-777	-1,396
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-6	46	-160	-8	20
Serbest Nakit Akımı	-582	276	-3,347	-1,164	782
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	3,545	149	3,152	1,439	-1,509
Finansal Borçlardaki Değişim	3,554	-142	3,005	1,403	-1,319
Temettü	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-9	291	147	36	-190
Çevrim Farkları	0	-3,823	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,963	-3,398	-195	276	-727

Bilanço (milyon TL)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Dönen Varlıklar	43,335	39,244	37,163	37,048	35,187
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,713	3,505	2,957	3,001	2,148
Finansal Yatırımlar	35	1	177	205	206
Ticari Alacaklar	8,786	5,922	6,938	6,126	8,019
Stoklar	21,827	22,057	20,964	21,519	20,715
Diğer Dönen Varlıklar	8,008	7,760	6,304	6,402	4,305
Duran Varlıklar	62,541	63,519	63,450	63,568	64,354
Finansal Yatırımlar	6	6	6	6	6
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	297	313	323	335	343
Maddi Duran Varlıklar	61,647	62,588	62,474	62,524	63,252
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	318	328	337	340	341
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7	7	7	8	8
Diğer Duran Varlıklar	266	278	305	356	404
Toplam Varlıklar	105,876	102,764	100,614	100,616	99,541
Kısa Vadeli Yükümlülükler	33,472	30,044	27,546	26,507	24,170
Finansal Borçlar	5,750	5,431	7,495	8,444	7,043
Ticari Borçlar	18,467	19,397	13,724	14,476	12,168
Ertelenmiş Gelirler	8,370	4,233	4,938	2,668	4,237
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	885	983	1,389	920	721
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,995	8,204	10,312	10,323	11,461
Finansal Borçlar	295	415	1,391	2,144	2,559
Ertelenmiş Gelirler	47	47	47	47	47
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	5,060	5,524	6,636	5,683	6,388
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,593	2,217	2,238	2,448	2,467
Özkaynaklar	64,409	64,516	62,756	63,786	63,910
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	64,409	64,516	62,756	63,786	63,910
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	105,876	102,764	100,614	100,616	99,541
Yatırım Sermayesi	73,441	74,644	77,605	79,552	80,267
Toplam Borç	6,045	5,845	8,886	10,588	9,603
Net Borç (NB)	1,297	2,339	5,751	7,382	7,249
NB / S12A FAVÖK	0.3	0.4	1.3	1.5	1.3
NB / Özkaynaklar	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	1,002	1,924	4,360	5,237	4,689
KV ND / S12A FAVÖK	0.2	0.4	1.0	1.1	0.8
YPP (Türev Korunma Dahil)	-25,346	-22,885	-21,258	-19,986	-18,200

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.