

KARDEMİR

Nötr

Maliyet yönetimiyle FAVÖK'te sürpriz; tek seferlik etkilerle net kârda negative sapma; Nötr tavsiyemizi koruyoruz.

Kardemir (KRDMD; N; 12A HF: 41 TL) 4Ç25'te 683 milyon TL net zarar açıkladı (4Ç24: 154 milyon TL net kâr). Açıklanan sonuç 175 milyon TL net kâr olan konsensüs beklentisinin (AK: 218 milyon TL net kâr) altında kaldı. Saptamada daha yüksek amortisman giderleri, daha yüksek vergi gideri ve arsa ve binalara ilişkin 591 milyon TL'lik değerleme zararı etkili oldu. Net satışlar, ton başına fiyatların düşmesine bağlı olarak yıllık bazda %3 gerileyerek 16,42 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Net satışlar konsensüs ile genel olarak uyumlu, ancak bizim beklentimizin %11 üzerinde gerçekleşti; bu sapma beklentimizin üzerindeki satış hacminden kaynaklandı. FAVÖK, ağırlıklı olarak genel üretim giderlerindeki %27 düşüşün etkisiyle yıllık bazda %76 artarak 2,36 milyar TL oldu ve konsensüsün %17, tahminimizin ise %34 üzerinde gerçekleşti. Güçlü sonuçta daha yüksek hacim ve daha düşük ton başına hammadde maliyetleri etkili oldu. Ton başına FAVÖK ise 3Ç25'teki 67 ABD\$/ton ve 4Ç24'teki 53 ABD\$/ton seviyelerinden 89 ABD\$/ton seviyesine yükselmiş oldu. Yatırım harcamaları (capex) 1,82 milyar TL olarak gerçekleşirken, bunun büyük bölümü vadesi uzatılan ticari borçlar ile finanse edildi ve bu sayede 1,32 milyar TL serbest nakit akımı oluştu. Net borç çeyreklik bazda %20 azalarak 5,77 milyar TL'ye geriledi. Böylece Net Borç/FAVÖK oranı 3Ç25'teki 1,3x seviyesinden 0,8x'e düştü.

2026 Tahminlerimiz: 2026 için 2,6 Mt satış hacmi (2025: 2,5 Mt), 639 ABD\$/ton ortalama satış fiyatı (ASP) (2025: 623 ABD\$/ton), 223 ABD\$/ton çelik-hammadde spread'i (2025: 205 ABD\$/ton) ve 76 ABD\$/ton FAVÖK (2025: 64 ABD\$/ton) öngörüyoruz. ΔNet İşletme Sermayesi/Satışlar oranını %3 ve Yatırım Harcamaları (Capex)/Satışlar oranını %5 varsayıyoruz.

Yorum: Tek seferlik kalemlerin etkisiyle net kârın beklenti altında kalmasına karşın FAVÖK tarafındaki güçlü performansa daha fazla ağırlık veriyoruz. Bununla birlikte 4Ç25'te gözlemlenen maliyet avantajının sürdürülebilirliğini de sorguluyoruz. Hammadde karmasındaki ayarlamalar ve spot piyasadan kömür tedarikinde oluşan fırsatlar, 4Ç25'te birim maliyetlerin düşmesine katkı sağlamıştır. Ancak bu avantajın devamı bu dinamiklerin sürdürülebilirliğine bağlı olacaktır. Hisse, konsensüs tahminlerine göre 4,2x FD/FAVÖK (Gelecek 12 Ay) çarpanıyla işlem görmektedir (3 yıllık şirket ortalaması: 3,5x).

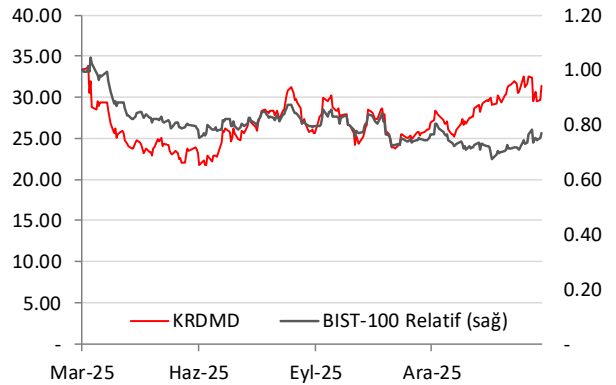
Tavsiye ve Değerleme: Modelimizi 4Ç25 sonuçlarını ve güncellenmiş makro varsayımlarımızı yansıtabilecek şekilde güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 37 TL'den 41 TL'ye yükseltiyor ve Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz ABD\$ bazında ~4,6x FD/FAVÖK (Gelecek 12 Ay) çarpanına işaret etmektedir.

Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa	
(milyon TL)	4Ç25	4Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	16,420	16,900	-3%	14,746	+11%	16,083	+2%
FAVÖK	2,362	1,345	+76%	1,757	+34%	2,021	+17%
FAVÖK Marjı	14.4%	8.0%	+6.4 yp	11.9%	+2.5 yp	12.6%	+1.8 yp
Net Kar	-683	154	-544%	218	-413%	175	-490%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	KRDMD TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	41.00 (önceki 37.00)
Güncel Fiyat, TL	31.44
Getiri Potansiyeli	30%
Halka Açıklık Oranı	89%
Piyasa Değeri, mn TL	24,530
Firma Değeri, mn TL	28,478

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	66,719	84,195	103,320	119,220
FAVÖK, mn TL	6,834	9,990	12,906	17,105
Net Kâr, mn TL	-1,680	2,925	5,085	7,833
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	5,768	5,146	4,452	2,872
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.5	0.3	0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.2%	11.9%	12.5%	14.3%
Net Marj	n.m.	3.5%	4.9%	6.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	18.1%	26.2%	22.7%	15.4%
FAVÖK, y/y	63.2%	46.2%	29.2%	32.5%
Net Kâr, y/y	-44.6%	n.m.	73.8%	54.0%
Değerleme Verisi				
F/K	n.m.	12.3	7.0	4.6
FD/FAVÖK	5.3	4.1	3.1	2.3
FD/Ciro	0.5	0.5	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	3.6%	20.8%	-1.6%	24.5%
BIST-100 Relatif	8.4%	2.7%	-22.2%	6.4%
AOİH, mn TL	1,787	1,536	1,511	1,672



Piyasa verileri 10 Mart 2026 tarihli.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	16,900	17,140	16,401	16,758	16,420
Brüt Kar	1,041	851	895	1,529	1,910
Operasyonel Giderler	389	357	371	368	380
Faaliyet Karı	653	494	524	1,161	1,530
FAVÖK	1,345	1,321	1,295	1,856	2,362
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-61	-1,078	75	-1,309	-1,356
Vergi Öncesi Kar	592	-584	599	-149	174
Vergi Geliri / (Gideri)	-438	-1,178	878	-563	-857
Vergi Sonrası Net Kar	154	-1,762	1,477	-711	-683
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	154	-1,762	1,477	-711	-683
Büyüme (Yıllık)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	-32.6%	-14.5%	-2.2%	-17.2%	-2.8%
Operasyonel Giderler	31.2%	5.5%	9.4%	-3.4%	-2.2%
Faaliyet Karı	153.2%	-68.8%	-2392.9%	248.0%	134.4%
FAVÖK	21.6%	-43.9%	79.5%	74.9%	75.6%
Net Kar	-97.9%	28.9%	-205.1%	-47.3%	-544.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	6.2%	5.0%	5.5%	9.1%	11.6%
Operasyonel Gider Marjı	2.3%	2.1%	2.3%	2.2%	2.3%
Faaliyet Kar Marjı	3.9%	2.9%	3.2%	6.9%	9.3%
FAVÖK Marjı	8.0%	7.7%	7.9%	11.1%	14.4%
Efektif Vergi Oranı	74.0%	-201.6%	-146.5%	-378.8%	493.1%
Net Kar Marjı	0.9%	-10.3%	9.0%	-4.2%	-4.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	1.4%	0.9%	2.8%	2.6%	1.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	11.4%	-15.1%	-2.4%	13.4%	19.6%
Serbest Nakit Akımı Marjı	1.7%	-20.4%	-7.4%	4.9%	8.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	143%	-196%	-30%	121%	136%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	10.1%	4.3%	4.9%	8.7%	11.1%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-2.2%	-22.1%	-7.2%	0.0%	8.2%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,924	-2,592	-394	2,251	3,211
Düzeltilme Öncesi Kar	154	-1,762	1,477	-711	-683
Amortisman ve İtfa Payları	693	827	771	695	832
İşletme Sermayesindeki Değişim	-364	-3,782	-1,185	-7	1,345
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,442	2,124	-1,457	2,275	1,717
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,636	-900	-820	-1,435	-1,896
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,700	-733	-811	-1,456	-1,817
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	63	-167	-9	21	-79
Serbest Nakit Akımı	288	-3,493	-1,214	816	1,315
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	155	3,289	1,502	-1,575	-512
Finansal Borçlardaki Değişim	-148	3,136	1,465	-1,376	-984
Temettü	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	303	153	37	-199	472
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	443	-204	288	-759	803

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	40,953	38,782	38,662	36,720	36,571
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,658	3,086	3,132	2,241	2,656
Finansal Yatırımlar	1	185	214	215	289
Ticari Alacaklar	6,180	7,240	6,393	8,368	7,817
Stoklar	23,018	21,877	22,456	21,617	21,366
Diğer Dönen Varlıklar	8,098	6,579	6,681	4,493	4,732
Duran Varlıklar	66,338	66,214	66,337	67,157	90,474
Finansal Yatırımlar	6	6	6	6	6
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	326	337	349	358	326
Maddi Duran Varlıklar	65,314	65,194	65,247	66,007	89,389
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	342	352	355	356	358
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7	7	8	8	7
Diğer Duran Varlıklar	342	318	372	422	389
Toplam Varlıklar	107,291	104,996	104,998	103,876	127,045
Kısa Vadeli Yükümlülükler	31,405	28,745	27,661	25,222	25,731
Finansal Borçlar	5,667	7,821	8,811	7,350	6,581
Ticari Borçlar	20,242	14,322	15,106	12,698	13,823
Ertelenmiş Gelirler	4,470	5,153	2,784	4,422	4,222
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,025	1,449	960	753	1,105
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,561	10,761	10,773	11,960	16,661
Finansal Borçlar	433	1,451	2,238	2,671	2,133
Ertelenmiş Gelirler	49	49	49	49	49
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	5,765	6,925	5,931	6,666	11,882
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,314	2,336	2,555	2,574	2,597
Özkaynaklar	67,325	65,489	66,564	66,694	84,653
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	67,325	65,489	66,564	66,694	84,653
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	107,291	104,996	104,998	103,876	127,045
Yatırım Sermayesi	77,895	80,985	83,017	83,763	105,239
Toplam Borç	6,100	9,273	11,049	10,021	8,714
Net Borç (NB)	2,441	6,001	7,703	7,564	5,768
NB / S12A FAVÖK	0.4	1.3	1.5	1.3	0.8
NB / Özkaynaklar	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	2,008	4,550	5,465	4,894	3,636
KV ND / S12A FAVÖK	0.4	1.0	1.1	0.8	0.5
YPP (Türev Korunma Dahil)	-23,882	-22,184	-20,857	-18,992	-15,807

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.