

KARDEMİR

Nötr

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr*Ertelenmiş vergi kaynaklı net kâr sürprizi; bilançoda belirgin iyileşme*

Kardemir 2Ç26'da yıllık %242 artışla 5,95 milyar TL net kâr açıkladı. Artışın büyük bölümü, ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin %12,5'lik üretim vergi oranıyla yeniden ölçülmesinden kaynaklanan yüksek ertelenmiş vergi gelirinden geldi. Operasyonel sonuçlar da iyileşmiş olmakla birlikte yıllık net kâr artışının ana belirleyicisi vergi kalemi oldu. Net satışlar yıllık %8 artarak 20,79 milyar TL'ye ulaştı. Satış hacmi yıllık %16, çeyreklik %25 artarken, ortalama satış fiyatı yıllık %4 ve çeyreklik %3 yükseldi. FAVÖK yıllık %67 artarak 2,55 milyar TL'ye ulaştı. Ton başına FAVÖK yıllık %62 artışla 78 USD olurken, çeyreklik bazda yatay kaldı. Çeyreğin net olumlu unsuru bilanço oldu. İyileşen faaliyet kârı ve işletme sermayesinden net nakit girişi sayesinde net borç, geçen çeyrekteki 3,65 milyar TL'den 317 milyon TL'ye geriledi.

Piyasa beklentisiyle karşılaştırma: Hasılat beklentiye paralel gerçekleşirken, FAVÖK %5,5 aşağıda, net kâr ise %8 yukarıda kaldı.

Tahminlerimizle karşılaştırma: Daha yüksek ortalama satış fiyatı sayesinde hasılat tahminimizin %5,5 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK, çelik makasının hafif aşağıda kalması nedeniyle tahminimizin %3,5 altında; net kâr ise beklentimizden yüksek ertelenmiş vergi geliri sayesinde %8,6 üzerinde geldi.

Yorum: Operasyonel sonuçlar beklentilerin altında kalırken, net kârdaki pozitif sapma tek seferlik ve nakit dışı ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı; dolayısıyla sonuçların kalitesini düşük buluyoruz. Çeyreğin belirgin olumlu unsuru, net borcun iyileşen faaliyet kârı ve işletme sermayesi girişiyle 3,65 milyar TL'den 317 milyon TL'ye gerilemesi oldu. Hisse, Bloomberg konsensüsüne göre 5,2x, tahminimize göre ise 4,7x 2026T FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Konsensüs yılın ikinci yarısında 102 milyon USD, tahminimiz ise 122 milyon USD FAVÖK'e işaret ediyor. 2Ç26'da %7,5 yükselen inşaat demiri fiyatlarının gecikmeli katkısı 3Ç26'yı destekleyecek olsa da fiyatların çeyrek başından bu yana 2Ç26 ortalamasının %3,5 altında seyretmesi ilave yükselişi sınırlıyor. Daha güçlü performans; spot fiyatlarda toparlanma, demiryolu ürünleri ve profillerin payının arttığı daha iyi bir ürün karması ve ek koruyucu ticaret önlemlerine bağlı.

Tavsiye: Modelimizi çeyreklik sonuçlar ve güncel makro varsayımlarımız doğrultusunda güncelledik ve bir çeyrek ileri taşıdık. 2026T FAVÖK tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon; modelin ileri taşınması ve başta net borçtaki iyileşmeyle fazlasıyla telafi edildi. 12 aylık hedef fiyatımızı 49 TL'den 52 TL'ye yükseltirken Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, USD bazında 4,2x FD/Gelecek 12A FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

Bloomberg Kodu	KRDMD T1
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	52.00 (önceki 49.00)
Güncel Fiyat, TL	41.48
Getiri Potansiyeli	25%
Halka Açıklık Oranı	89%
Piyasa Değeri, mn TL	32,364
Firma Değeri, mn TL	34,286

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	66,719	88,731	111,521	136,014
FAVÖK, mn TL	6,834	11,458	15,038	19,990
Net Kâr, mn TL	-1,680	9,339	7,522	10,787

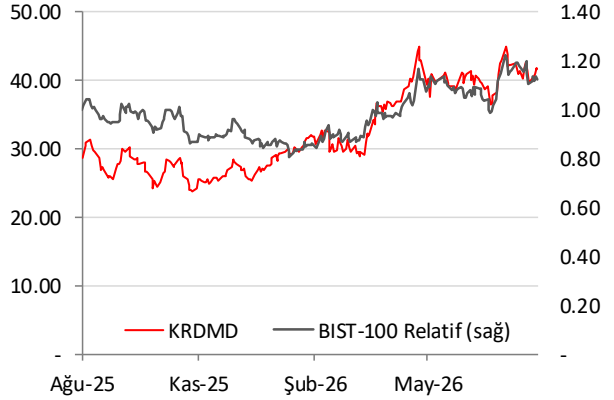
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	5,768	-2,359	-6,414	-13,233
Net Borç/FAVÖK	0.8	-0.2	-0.4	-0.7

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.2%	12.9%	13.5%	14.7%
Net Marj	n.m.	10.5%	6.7%	7.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme				
Ciro, y/y	18.1%	33.0%	25.7%	22.0%
FAVÖK, y/y	63.2%	67.7%	31.2%	32.9%
Net Kâr, y/y	-44.6%	n.m.	-19.5%	43.4%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	n.m.	5.1	6.3	4.4
FD/FAVÖK	5.5	4.1	2.8	1.8
FD/Ciro	0.6	0.5	0.4	0.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.6%	-3.1%	49.6%	64.2%
BİST-100 Relatif	0.9%	0.1%	14.3%	30.5%
AOIH, mn TL	2,271	2,341	1,904	2,136



Piyasa verileri 14 Ağustos 2026 tarihli dir.

Çeyreklik Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	20,792	19,313	+8%	16,561	+26%	20,389	19,700	+2.0%
FAVÖK	2,548	1,525	+67%	2,098	+21%	2,698	2,641	-5.5%
EBITDA Margin	12.3%	7.9%	+4.4y.p.	12.7%	-0.4y.p.	13.2%	13.4%	-1.0y.p.
Net Kar	5,949	1,739	+242%	26	+22,573%	5,508	5,480	+8.0%

2026 tahminlerimiz: Satış hacmi tahminimizi 2,6 milyon tondan 2,7 milyon tona yükseltirken, FAVÖK tahminimizi 231 milyon USD'den 221 milyon USD'ye indiriyoruz. 1Y26'daki işletme sermayesi girişinin ardından 2Y26'da sınırlı bir normalleşme öngörüyoruz. Yılın tamamında yatırım harcamalarının satışlara oranını yaklaşık %5 olarak tahmin ediyoruz; bu oran 1Y26'da %6 seviyesindeydi. Ayrıca efektif vergi oranı varsayımımızı, düşürülen imalat sanayii vergi oranıyla uyumlu şekilde aşağı çekiyoruz.

Tahmin Güncellemeleri						
	Yeni			Eski		
	2026T	2026T	2026T	2026T	2026T	2026T
Özet Tahminler						
Net satışlar	88,731	111,521	136,014	86,795	109,186	125,989
y/y	+33%	+26%	+22%	+30%	+26%	+15%
FAVÖK	11,458	15,038	19,990	11,699	15,297	19,126
FAVÖK marjı	12.9%	13.5%	14.7%	13.5%	14.0%	15.2%
Net kar	9,339	7,522	10,787	2,997	5,629	7,573
y/y	n.m.	-19%	+43%	n.m.	+88%	+35%
Tahminlerde Değişimler						
Net satışlar	+2%	+2%	+8%			
FAVÖK	-2%	-2%	+5%			
FAVÖK marjı	-0.6pp	-0.5pp	-0.5pp			
Net kar	+212%	+34%	+42%			
Hedef Fiyat & Öneri						
12A HF		52			49	
Değişim		+6.1%				
Öneri		Endeks Üzerinde Getiri			Endeks Üzerinde Getiri	
Değişim		↔				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	19,313	19,733	19,336	16,561	20,792
Brüt Kar	1,054	1,801	2,249	1,422	2,001
Operasyonel Giderler	437	434	447	381	407
Faaliyet Karı	617	1,367	1,801	1,041	1,594
FAVÖK	1,525	2,185	2,782	2,098	2,548
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	88	(1,542)	(1,597)	(71)	(115)
Vergi Öncesi Kar	705	(175)	205	971	1,479
Vergi Geliri / (Gideri)	1,033	(663)	(1,009)	(944)	4,470
Vergi Sonrası Net Kar	1,739	(838)	(804)	26	5,949
Azınlık Payları	0	(0)	0	0	0
Net Kar	1,739	(838)	(804)	26	5,949

Büyüme (Yıllık)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	-2.2%	-17.2%	-2.8%	-18.0%	7.7%
Operasyonel Giderler	9.4%	-3.4%	-2.2%	-9.5%	-6.8%
Faaliyet Karı	-2,392.9%	248.0%	134.4%	79.0%	158.2%
FAVÖK	142.9%	74.9%	75.6%	34.9%	67.1%
Net Kar	-205.1%	-47.3%	-544.1%	-101.3%	242.2%

Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Brüt Kar Marjı	5.5%	9.1%	11.6%	8.6%	9.6%
Operasyonel Gider Marjı	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.0%
Faaliyet Kar Marjı	3.2%	6.9%	9.3%	6.3%	7.7%
FAVÖK Marjı	7.9%	11.1%	14.4%	12.7%	12.3%
Efektif Vergi Oranı	-146.5%	-378.8%	493.1%	97.3%	-302.2%
Net Kar Marjı	9.0%	-4.2%	-4.2%	0.2%	28.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	2.8%	2.6%	1.4%	3.5%	2.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-2.4%	13.4%	19.6%	28.2%	17.5%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-7.4%	4.9%	8.0%	22.3%	11.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-30.4%	121.3%	136.0%	222.7%	143.2%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.0%	8.7%	11.1%	5.8%	6.2%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-7.2%	-0.0%	8.2%	9.1%	16.1%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(464)	2,651	3,782	4,671	3,649
Düzeltilme Öncesi Kar	1,739	(838)	(804)	26	5,949
Amortisman ve İtfa Payları	908	818	980	1,056	954
İşletme Sermayesindeki Değişim	(1,396)	(8)	1,584	1,511	3,341
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(1,715)	2,679	2,021	2,078	(6,596)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(966)	(1,690)	(2,233)	(974)	(1,241)
Sabit Sermaye Yatırımları	(975)	(1,715)	(2,139)	(964)	(1,292)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	9	25	(93)	(10)	51
Serbest Nakit Akımı	(1,430)	961	1,549	3,697	2,408
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,769	(1,854)	(603)	(1,576)	(179)
Finansal Borçlardaki Değişim	1,721	(1,620)	(1,159)	(1,488)	(150)
Temettü	—	—	—	—	—
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	48	(234)	556	(88)	(29)
Çevrim Farkları	—	—	—	—	—
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	339	(894)	946	2,121	2,229

Bilanço (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	45,527	43,240	43,065	44,725	47,346
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,688	2,639	3,128	4,511	7,006
Finansal Yatırımlar	252	253	341	351	404
Ticari Alacaklar	7,528	9,854	9,205	9,721	8,941
Stoklar	26,444	25,456	25,160	25,844	24,129
Diğer Dönen Varlıklar	7,868	5,291	5,572	4,649	7,269
Duran Varlıklar	78,117	79,083	106,541	106,376	106,601
Finansal Yatırımlar	7	7	7	7	7
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	411	421	384	392	255
Maddi Duran Varlıklar	76,833	77,729	105,263	105,137	105,450
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	418	420	421	456	534
Şerefiye	—	—	—	—	—
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	9	9	8	8	10
Diğer Duran Varlıklar	438	497	458	375	346
Toplam Varlıklar	123,644	122,323	149,606	151,101	153,947
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32,573	29,701	30,301	30,898	33,871
Finansal Borçlar	10,376	8,655	7,750	6,627	5,676
Ticari Borçlar	17,789	14,952	16,277	15,658	20,338
Ertelenmiş Gelirler	3,279	5,207	4,972	7,000	6,082
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,130	886	1,301	1,613	1,774
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,686	14,084	19,620	20,236	11,733
Finansal Borçlar	2,635	3,145	2,511	2,137	2,051
Ertelenmiş Gelirler	58	58	58	58	—
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	6,984	7,849	13,992	14,798	7,190
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,009	3,032	3,059	3,242	2,491
Özkaynaklar	78,385	78,538	99,686	99,967	108,344
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	78,385	78,538	99,686	99,967	108,344
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	123,644	122,323	149,606	151,101	153,947
Yatırım Sermayesi	97,759	98,638	123,928	122,318	118,746
Toplam Borç	13,012	11,800	10,261	8,764	7,728
Net İşletme Sermayesi (NİS)	16,183	20,358	18,087	19,906	12,732
NİS / S12A Satışlar	19.4%	25.7%	23.0%	26.6%	16.7%
Net Borç (NB)	9,071	8,908	6,793	3,902	317
NB / S12A FAVÖK	1.5	1.3	0.8	0.5	0.0
NB / Özkaynaklar	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	6,436	5,763	4,282	1,764	(1,734)
KV ND / S12A FAVÖK	1.1	0.8	0.5	0.2	-0.2
YPP (Türev Korunma Dahil)	(24,561)	(22,365)	(18,615)	(13,810)	(20,680)

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.