

## Kardemir

Endeks Üzerinde Getiri (önceki Nötr)

Güncel Fiyat: 13,42TL

12-Aylık Hedef Fiyat: 24,90TL (önceki 24,20TL)

## 1Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Ezgi Yılmaz

[Ezgi.Yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:Ezgi.Yilmaz@akyatirim.com.tr)

Analist Ömer Faruk Yüksel

[OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr)

1Ç23 Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Fiyat Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	8,851	8,424	8,725	1A		1Ç22	2Ç22
FAVÖK	1,068	1,051	1,030	3A		3Ç22	4Ç22
Marj	12.1%	12.5%	11.8%	SBB		1Ç23	
Net Kar	641	575	575			Brüt	FAVÖK

## FAVÖK'teki çeyreklik iyileşme net nakit pozisyonunun yeniden pozitif dönmeyi sağladı...

Kardemir 1Ç23'te, geçen yılın aynı dönemine göre %45,2 düşüşle 641 milyon TL net kar açıklarken 4Ç22'deki 218 milyon TL net zarar'dan sonra çeyreklik bazda iyileşme sağlamış oldu (Konsensüs: 575 milyon TL, AK: 575 milyon TL). Net karda tahminlerden %11'lik sapma beklenenden düşük finansal gider ve vergi giderinden kaynaklandı. Ciro, yıllık bazda %46,9 ve çeyreklik bazda %14,7 büyüdü. FAVÖK, bir önceki yıla göre %29,6 düşüş ve bir önceki çeyreğe göre %55,8 artışla 1.068 milyon TL oldu (Konsensüs: 1.051 milyon TL, AK:1.030 milyon TL).

**Beklentilere yakın satış hacmi...** Şirket, 1Ç23'te bir önceki yıla göre %14 ve bir önceki çeyreğe göre %11 artışla 611 bin ton satış hacmi gerçekleştirdiğini açıkladı (AK: 600-610 bin ton).

**Ortalama Satış Geliri, 4Ç22'de 756 ABD\$/ton'dan 1Ç23'te 767 ABD\$/ton'a hafif iyileşme gösterdi...** 1Ç23 rakamı, 4Ç22 seviyesinden hafif iyileşmeye işaret ederken ve uzun vade ortalaması 567 ABD\$/ton olan Ortalama Satış Geliri seviyesinin üzerinde kalmaya devam etti.

**FAVÖK/ton, 4Ç22'de 67 ABD\$/ton'dan 1Ç23'te 94 ABD\$/ton'a yükseldi...** 1Ç23 rakamı, 4Ç22 seviyesinden iyileşmeye işaret etmesine karşın uzun vadeli ortalaması 107 ABD\$/ton olan FAVÖK/ton seviyesinin altında kaldı.

**Net nakite dönüş...** Şirket, 4Ç22'deki 32 milyon ABD\$/lık net borcunu 1Ç23'te 149mn ABD\$/lık net nakite döndürmeyi başardı. Operasyonel kârda güçlü iyileşme (FAVÖK: çeyreklik bazda %55,8 artış) ve hafif azalan İşletme Sermayesi İhtiyacı (NİS/Satış Oranı: çeyreklik bazda 202 baz puan düşüş) nakit pozisyonunun düzelmesindeki ana etkenlerdi. Şirket 1Ç23'te 16 milyon ABD\$ yatırım harcaması raporladı (1Ç22: 11mn ABD\$).

**Geri alım programı...** Şirket, KRDM A, KRDM B ve KRDM D payları için 34,2 milyon TL nominal değerli ve 750 milyon TL bütçeli bir geri alım programı başlattı. Geri alım programı ödenmiş sermayenin %3'üne, güncel piyasa değerinin %5'ine denk geliyor.

**2023 beklentilerimiz:** 2023 yılının tamamı için 2,4 milyon ton satış hacmi (yıllık bazda %16 artış), 108 ABD Doları FAVÖK/ton ve %7,5 Yatırım Harcaması/Satış oranı bekliyoruz.

**Yorumlar ve Değerleme:** Modelimizi yayınlanan finansal sonuçlar ve yeni makro varsayımlarımızla güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı %3 artırarak 24,90 TL'ye (önceki 24,20 TL) çıkarıyor ve tavsiyemizi "Nötr"den "Endeks Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız TL bazında %86 getiri potansiyeline işaret ediyor. KRDM D hisseleri 2,6x 2023T FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor, bu da medyan 2023T FD/FAVÖK çarpanı 4,7x olan küresel emsallerine göre %44'lük bir iskonto ve KRDM D hisselerinin 5 yıllık medyan FD/FAVÖK çarpanı olan 3,5x seviyesine göre %25'lik bir iskonto anlamına geliyor.

Temel Kâr Tahminleri, milyon TL	Eski			Yeni			Değişim		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Net Satışlar	43,260	46,804	46,453	35,294	41,526	43,208	-18%	-11%	-7%
FAVÖK	5,861	6,586	6,643	5,502	6,712	7,523	-6%	2%	13%
FAVÖK/ton (ABD\$)	107	107	103	108	117	117	1%	9%	14%
Net Kâr	2,748	4,407	4,740	2,410	4,490	5,217	-12%	2%	10%

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	7,520	14,765	27,397	35,294	41,526	43,208
Brüt Kar	1,144	4,782	4,269	5,349	6,430	7,133
Operasyonel Giderler	(123)	(137)	(290)	(274)	(270)	(281)
Faaliyet Karı	1,021	4,645	3,979	5,074	6,159	6,852
Amortisman	225	245	345	428	553	671
FAVÖK	1,246	4,891	4,324	5,502	6,712	7,523
Operasyonel Olmayan Gelirler / (Giderler)	(478)	152	(1,129)	(1,826)	(988)	(907)
Net Kur Farkı Geliri / (Gideri)	(396)	239	(899)	(1,536)	(716)	(637)
Net Faiz Geliri / (Gideri)	(54)	(65)	(207)	(191)	(218)	(221)
Diğer Gelirler / (Giderler)	(28)	(22)	(24)	(99)	(54)	(49)
İştiraklerin Karlarındaki / (Zararlarındaki) Paylar	3	1	25	26	26	27
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler / (Giderler)	11	135	187	247	291	302
Finansal Gelirler / (Giderler)	(480)	(466)	(528)	(308)	124	247
Net Kur Farkı Geliri / (Gideri)	(431)	(187)	(470)	(267)	8	32
Net Faiz Geliri / (Gideri)	(83)	(209)	158	6	97	178
Diğer Gelirler / (Giderler)	34	(70)	(217)	(47)	19	38
Vergi Öncesi Kar	77	4,467	2,533	3,213	5,613	6,521
Vergi Geliri / (Gideri)	(16)	(614)	(359)	(803)	(1,123)	(1,304)
Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Net Kar	61	3,853	2,174	2,410	4,490	5,217

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Dönen Varlıklar	4,932	12,338	16,421	19,795	23,179	24,769
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,440	5,357	1,891	3,225	3,888	4,990
Finansal Yatırımlar	0	0	2	2	2	2
Ticari Alacaklar	1,281	1,692	4,192	6,197	7,091	7,339
Stoklar	1,820	3,197	7,945	7,786	9,355	9,540
Peşin Ödenmiş Giderler	346	1,899	1,553	1,730	1,970	2,008
Diğer Dönen Varlıklar	45	194	838	855	872	889
Duran Varlıklar	5,888	9,477	10,219	12,473	14,653	16,825
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
İştirakler	8	8	8	8	8	8
Bağlı Ortaklıklar	17	18	42	67	94	120
Kullanım Hakkı Varlıkları	2	-	-	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1	1	1	1	1	1
Maddi Duran Varlıklar	5,819	9,398	9,996	12,211	14,358	16,497
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26	30	41	40	39	38
Şerefiye	5	-	-	-	-	-
Diğer Duran Varlıklar	18	31	140	147	154	162
Toplam Varlıklar	10,820	21,815	26,640	32,268	37,832	41,594
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,818	9,590	12,632	16,123	18,051	18,169
Finansal Borçlar	716	1,037	1,146	1,328	1,407	1,317
Ticari Borçlar	2,519	6,082	7,657	10,381	11,620	11,648
Ertelenmiş Gelirler	1,414	2,021	3,560	4,131	4,727	4,892
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	170	451	269	282	296	311
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,098	2,263	2,546	2,445	2,595	2,735
Finansal Borçlar	1,533	1,575	1,340	1,178	1,264	1,338
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	565	688	1,207	1,267	1,331	1,397
Özkaynaklar	3,903	9,962	11,461	13,700	17,186	20,689
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,903	9,962	11,461	13,700	17,186	20,689
Ödenmiş Sermaye	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
Rezerv ve Diğer Kalemler	1,568	3,740	3,947	4,026	4,106	4,188
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	1,135	1,229	4,200	6,124	7,450	10,144
Dönem Net Karı / (Zararı)	61	3,853	2,174	2,410	4,490	5,217
Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Toplam Kaynaklar	10,820	21,815	26,640	32,268	37,832	41,594

Sermaye (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
İşletme Sermayesi	(486)	(1,316)	2,472	1,201	2,068	2,346
Yatırım Sermayesi	5,259	7,873	13,120	14,092	17,135	19,579

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Operasyonel Nakit Akışı	1,691	5,077	(1,782)	6,020	4,746	6,033
Düzeltilme Öncesi Net Kar	61	3,853	2,174	2,410	4,490	5,217
Amortisman ve İtfa Payları	225	245	345	428	553	671
Diğer Düzeltilmeler	961	793	1,805	2,664	1,669	1,635
FAVÖK	1,246	4,891	4,324	5,502	6,712	7,523
İşletme Sermayesindeki Değişimler	926	739	(4,210)	1,271	(868)	(278)
Vergi Ödemeleri	(4)	(582)	(768)	(1,167)	(1,232)	(1,370)
Diğer Operasyonel Nakit Akışları	(478)	28	(1,128)	414	133	158
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	(292)	(155)	(760)	(2,647)	(2,699)	(2,809)
Sabit Sermaye Yatırımları	(343)	(299)	(1,081)	(2,647)	(2,699)	(2,809)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	51	144	320	-	-	-
Serbest Nakit Akışı	1,399	4,922	(2,543)	3,373	2,047	3,225
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(173)	(1,005)	(923)	(229)	(919)	(1,812)
Borçlanmadan Kaynaklanan Nakit Akışı	(221)	(731)	(820)	21	165	(16)
Temettü Ödemeleri	-	-	(902)	(250)	(1,085)	(1,796)
Diğer Çeşitli Nakit Akışları	48	(274)	799	(1,810)	(463)	(311)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	1,225	3,917	(3,465)	1,333	664	1,102

Büyüme	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	23.8%	96.4%	85.6%	28.8%	17.7%	4.1%
Brüt Kar	108.9%	318.0%	(10.7%)	25.3%	20.2%	10.9%
Operasyonel Giderler	26.2%	11.6%	112.0%	(5.5%)	(1.4%)	4.1%
Faaliyet Karı	126.7%	354.8%	(14.3%)	27.5%	21.4%	11.2%
FAVÖK	91.5%	292.5%	(11.6%)	27.3%	22.0%	12.1%
Net Kar	(24.8%)	625.2%	(43.6%)	10.8%	86.3%	16.2%

Oranlar	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	15.2%	32.4%	15.6%	15.2%	15.5%	16.5%
Operasyonel Gider Marjı	1.6%	0.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.7%
Faaliyet Kar Marjı	13.6%	31.5%	14.5%	14.4%	14.8%	15.9%
FAVÖK Marjı	16.6%	33.1%	15.8%	15.6%	16.2%	17.4%
Etkin Vergi Oranı	21.2%	13.8%	14.2%	25.0%	20.0%	20.0%
Net Kar Marjı	0.8%	26.1%	7.9%	6.8%	10.8%	12.1%
Temettü Dağıtım Oranı	-	-	23.4%	11.5%	45.0%	40.0%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	1.6%	55.6%	20.3%	19.2%	29.1%	27.5%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	10.0%	15.3%	38.4%	26.6%	27.4%	27.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	22.5%	34.4%	(6.5%)	17.1%	11.4%	14.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	18.6%	33.3%	(9.3%)	9.6%	4.9%	7.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	135.7%	103.8%	(41.2%)	109.4%	70.7%	80.2%

İşletme Sermayesi	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Alacak Gün Sayısı	62	42	56	64	62	62
Stok Gün Sayısı	104	117	125	95	97	97
Peşin Ödenmiş Giderler	20	69	25	21	20	20
Ticari Borçlar Gün Sayısı	144	222	121	127	121	118
Ertelenmiş Gelirler	69	50	47	43	42	41
Nakit Dönüşüm Gün Sayısı	(27)	(44)	37	11	18	20
İşletme Sermayesi	(486)	(1,316)	2,472	1,201	2,068	2,346
İşletme Sermayesi / Satışlar	(6.5%)	(8.9%)	9.0%	3.4%	5.0%	5.4%

Yatırımlar	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sabit Sermaye Yatırımları	343	299	1,081	2,647	2,699	2,809
Sabit Sermaye Yatırımları / Gelirler	4.6%	2.0%	3.9%	7.5%	6.5%	6.5%

Borçluluk	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Finansal Borç / (Nakit)	809	(2,745)	592	(721)	(1,220)	(2,337)
Nakit ve Benzerleri	1,440	5,357	1,894	3,227	3,891	4,993
Brüt Finansal Borç	2,249	2,611	2,485	2,506	2,671	2,655
Net Borç / Faaliyet Karı	0.8	(0.6)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.3)
Net Borç / FAVÖK	0.6	(0.6)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.3)
Net Borç / Özsermaye	0.2	(0.3)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri / (Geliri)	12.3	22.3	(25.1)	(786.1)	(63.5)	(38.5)

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 dayanarak 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023