

## Endeks Üzerinde Getiri

Güncel Fiyat: 23,52TL

12-Aylık Hedef Fiyat: 37TL (önceki 34,45TL)

## Kardemir

Analist Ezgi Yılmaz

Ezgi.Yilmaz@akyatirim.com.tr

Analist Ömer Faruk Yüksel

OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr

## 2Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

Gerçekleşme - Beklentiler				Hisse Fiyat Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	7,889	7,599	7,537	1A	-15%	2Ç22	24%
FAVÖK	1,554	1,394	1,414	3A	55%	3Ç22	6%
Marj	19.7%	18.3%	18.8%	SBB	-15%	4Ç22	9%
Net Kar	558	478	404			1Ç23	12%
						2Ç23	20%

**Güçlü operasyonel karlılık ve beklenenden düşük kur farkı gideri sayesinde net kar piyasa tahminini aştı...**

**Kardemir** 2Ç23'te, 2Ç22'nin yüksek bazından %50 ve 1Ç23'e göre %13 düşüşle 558mn TL net kar açıkladı (Piyasa beklentisi: 478mn TL, AK: 404mn TL). Piyasa beklentisinden %17'lik sapma, temel olarak beklenenden güçlü operasyonel kârdan ve beklenenden düşük kur farkı giderinden kaynaklandı.

**Satış hacmi beklentimizin hafif altında kaldı...** Şirket, 2Ç23'te bir önceki yıla göre %5 ve bir önceki çeyreğe göre %23 azalışla 471 bin ton satış hacmi gerçekleştirdiğini açıkladı (AK: 475 bin ton).

**Ortalama Satış Geliri, 1Ç23'teki 767 ABD\$/ton'dan 2Ç23'te 810 ABD\$/ton'a yükseldi...** 2Ç23 veileri 1Ç23 seviyesinden hafif iyileşmeye işaret ederken 2Ç22'nin yüksek bazından 64 ABD\$/ton aşağıda kaldı.

**FAVÖK/ton, 1Ç23'teki 94 ABD\$/ton'dan 2Ç23'te 162 ABD\$/ton'a yükseldi...** 2Ç23 FAVÖK rakamı hem 1Ç23'teki 94 ABD\$/ton seviyesinden hem de uzun vade ortalama 107 ABD\$/ton seviyesinin önemli derecede üzerinde bir FAVÖK/ton yaratımını işaret ederken, 2Ç22'nin yüksek bazından 54 ABD\$/ton aşağıda kaldı. Karlılıktaki iyileşme Ortalama Satış Geliri'ndeki %5,6'lık artıştan ve toplam girdi maliyetlerindeki %26'lık geri çekilmeden kaynaklandı.

**Net Borç/FAVÖK sifıra yakın bir seviyede kaldı...** Kardemir 2Ç23'ü 2,8mr TL'lik net işletme sermayesi nakit çıkışı nedeniyle 115mn TL net borçla kapattı. Net Borç/FAVÖK 0,03x seviyesine geldi. Şirket 2Ç23'te 11mn ABD\$ sabit sermaye yatırım harcaması yaparken bu kalem 6A23'te kümüle 27mn ABD\$/ye yükselmiş oldu (6A22: 24mn ABD\$).

**2023 beklentilerimiz:** 2023 yılının tamamı için 2,2mn ton satış hacmi (yıllık bazda %7 artış), 131 ABD\$ FAVÖK/ton ve %7,5 Yatırım Harcaması/Satış oranı bekliyoruz.

**Yorumlar ve Değerleme:** Finansal sonuçlardaki pozitif sürprize piyasanın olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Modelimizi son bilanço verileri ve yılın geri kalanına ilişkin beklentilerimiz doğrultusunda güncelledik. Hedef fiyatımızı %7 yukarı taşıyarak 37 TL'ye yükseltirken (önceki 34,45 TL) ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız TL bazında %57 getiri potansiyelini işaret ediyor.

Temel Kâr Tahminleri, milyon TL	Önceki			Yeni			Değişim		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Net Satışlar	38,756	49,913	54,940	41,598	53,359	59,858	7%	7%	9%
FAVÖK	6,424	8,525	9,585	7,010	10,086	11,576	9%	18%	21%
FAVÖK/ton (ABD\$)	124	126	118	131	143	135	6%	14%	14%
Net Kâr	2,272	5,103	6,004	2,656	6,211	7,487	17%	22%	25%

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>6,828</b>	<b>6,828</b>	<b>7,716</b>	<b>8,851</b>	<b>7,889</b>	<b>12,854</b>	<b>16,741</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,657</b>	<b>437</b>	<b>695</b>	<b>1,048</b>	<b>1,566</b>	<b>3,138</b>	<b>2,614</b>
Operasyonel Giderler	62	79	99	82	96	112	178
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>1,595</b>	<b>358</b>	<b>596</b>	<b>966</b>	<b>1,471</b>	<b>3,025</b>	<b>2,436</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>1,678</b>	<b>442</b>	<b>685</b>	<b>1,068</b>	<b>1,554</b>	<b>3,196</b>	<b>2,623</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-346	-373	-780	-213	-940	-334	-1,153
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-290	-215	-657	-141	-585	-257	-726
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	6	8	8	6	-5	9	2
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	52	-84	-6	46	53	235	99
Finansal Gelir / (Gider)	-113	-82	-124	-125	-403	-322	-528
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,248</b>	<b>-15</b>	<b>-184</b>	<b>752</b>	<b>531</b>	<b>2,691</b>	<b>1,283</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-129	76	-34	-111	28	-401	-84
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-227	27	-82	-111	5	-398	-106
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	98	49	48	-1	23	-3	22
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>1,119</b>	<b>61</b>	<b>-218</b>	<b>641</b>	<b>558</b>	<b>2,290</b>	<b>1,199</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>1,119</b>	<b>61</b>	<b>-218</b>	<b>641</b>	<b>558</b>	<b>2,290</b>	<b>1,199</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
Satış Gelirleri	87.6%	85.6%	63.7%	46.9%	15.5%	101.7%	30.2%
Operasyonel Giderler	104.2%	142.0%	138.0%	64.0%	53.5%	79.2%	58.2%
Faaliyet Karı	33.1%	-64.4%	-64.7%	-32.5%	-7.8%	55.0%	-19.5%
FAVÖK	33.5%	-59%	-61%	-29.6%	-7.4%	54.2%	-17.9%
Net Kar	21.7%	-91.5%	-112.7%	-45.2%	-50.1%	61.2%	-47.6%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
Brüt Kar Marjı	24.3%	6.4%	9.0%	11.8%	19.9%	24.4%	15.6%
Operasyonel Gider Marjı	0.9%	1.2%	1.3%	0.9%	1.2%	0.9%	1.1%
Faaliyet Kar Marjı	23.4%	5.2%	7.7%	10.9%	18.6%	23.5%	14.6%
FAVÖK Marjı	24.6%	6.5%	8.9%	12.1%	19.7%	24.86%	15.67%
Efektif Vergi Oranı	10.3%	494.2%	-18.4%	14.8%	-5.2%	14.9%	6.5%
Net Kar Marjı	16.4%	0.9%	-2.8%	7.2%	7.1%	17.8%	7.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-6.5%	-21.1%	-31.2%	43.0%	-25.3%	16.1%	10.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-12.4%	-22.8%	-35.0%	32.9%	-25.9%	13.3%	5.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-26%	-326%	-351%	356%	-128%	65%	69%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.6%	3.6%	5.0%	4.6%	2.6%	2.4%	3.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-28.0%	-20.8%	-31.5%	34.3%	-35.7%	-2.8%	1.3%
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-442</b>	<b>-1,442</b>	<b>-2,408</b>	<b>3,805</b>	<b>-1,995</b>	<b>2,067</b>	<b>1,809</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	1,119	103	-218	641	558	2,290	1,199
Amortisman ve İtfa Payları	83	85	90	103	83	171	186
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,911	-1,419	-2,433	3,032	-2,815	-357	217
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	266	-210	154	29	178	-36	207
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-403</b>	<b>-112</b>	<b>-292</b>	<b>-893</b>	<b>-44</b>	<b>-357</b>	<b>-938</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-178	-247	-382	-403	-205	-315	-608
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-225	135	91	-490	161	-42	-330
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-845</b>	<b>-1,554</b>	<b>-2,700</b>	<b>2,912</b>	<b>-2,040</b>	<b>1,711</b>	<b>872</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-958</b>	<b>-213</b>	<b>465</b>	<b>-149</b>	<b>-623</b>	<b>-1,175</b>	<b>-772</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	-548	-287	257	-210	-558	-790	-768
Temettü	-451	0	-451	0	-118	-451	-118
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	41	74	659	61	53	66	114
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-1,803</b>	<b>-1,767</b>	<b>-2,234</b>	<b>2,762</b>	<b>-2,662</b>	<b>536</b>	<b>100</b>

Bilanço (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>17,249</b>	<b>16,951</b>	<b>16,421</b>	<b>17,964</b>	<b>17,252</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,893	4,125	1,891	4,654	1,991
Finansal Yatırımlar	275	98	2	538	331
Ticari Alacaklar	2,692	2,895	4,192	3,608	2,841
Stoklar	5,988	7,734	7,945	7,841	9,230
Diğer Dönen Varlıklar	2,677	2,197	2,393	1,861	3,189
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>9,644</b>	<b>9,895</b>	<b>10,219</b>	<b>10,566</b>	<b>11,129</b>
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	27	36	42	48	43
Maddi Duran Varlıklar	9,527	9,682	9,996	10,282	10,399
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33	35	41	60	48
Diğer Duran Varlıklar	56	141	140	175	637
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>26,893</b>	<b>26,846</b>	<b>26,640</b>	<b>28,529</b>	<b>28,381</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>13,724</b>	<b>13,818</b>	<b>12,632</b>	<b>14,113</b>	<b>14,916</b>
Finansal Borçlar	743	755	1,146	1,226	1,039
Ticari Borçlar	8,320	9,922	7,657	7,118	9,340
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,660	3,141	3,829	5,769	4,537
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,314</b>	<b>2,202</b>	<b>2,546</b>	<b>2,284</b>	<b>2,796</b>
Finansal Borçlar	1,494	1,334	1,340	1,107	1,398
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	820	868	1,207	1,177	1,397
<b>Özkaynaklar</b>	<b>10,856</b>	<b>10,826</b>	<b>11,461</b>	<b>12,132</b>	<b>10,670</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,856	10,826	11,461	12,132	10,670
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>26,893</b>	<b>26,846</b>	<b>26,640</b>	<b>28,529</b>	<b>28,381</b>
Yatırım Sermayesi (İC)	8,020	9,658	13,262	10,989	12,513
İşletme Sermayesi	360	707	4,479	4,331	2,732
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	3%	16%	14%	9%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükle)	-1,623	-237	3,043	423	1,384
Toplam Borç	2,237	2,089	2,485	2,334	2,437
Net Borç / (Nakit)	-3,931	-2,134	592	-2,858	115
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.7	-0.4	0.1	-0.7	0.03
Net Borç / Özkaynaklar	-0.4	-0.2	0.1	-0.2	0.0
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-6,984	-8,981	-10,152	-8,743	-11,241

# 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 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023