

## KARDEMİR

## Yüksek kur farkı zararı ve düşük parasal kazanç net karı olumsuz etkiledi

**Kardemir**, 3M24 finansal sonuçlarını TMS29'a göre açıklamıştır. Bu nedenle tüm finansal karşılaştırmalar reel olarak sunulmuştur. Kardemir, AK Yatırım'ın 828 milyon TL net kar tahminine karşılık 832 milyon TL net zarar açıkladı (3A23: 1,7 milyar TL net zarar). Satış gelirleri 12,2 milyar TL (y/y: -%24) ile AK Yatırım tahmini olan 11,9 milyar TL'ye paralel gerçekleşti. FAVÖK 1,4 milyar TL (3A23: eksi 311 milyon TL) ile AK Yatırım tahmini olan 1,3 milyar TL'nin %8 üzerinde gerçekleşti. AK Yatırım tahminleri ile farkın ana nedenleri (i) daha iyi FAVÖK'e katkıda bulunan daha düşük nakit maliyetler iken, (ii) daha yüksek kur farkı gideri ve (iii) daha düşük parasal kazanç AK Yatırım'ın net kar tahminine karşın net zarara yol açmıştır.

**Satış hacmi yıllık bazda %8 azalmıştır.** Ramazan ayı, 2024 yılının ilk çeyreğinin yavaş geçmesine neden oldu. Satış hacmi, 1Ç23'ün yüksek bazının da etkisiyle yıllık bazda %8 düşüşle 563 bin tona geriledi (AK Yatırım tahmini: 560 bin ton).

**Operasyonel performans 3A24'te iyileşmiştir.** Nakit maliyetlerdeki düşüşün nihai çelik fiyatlarındaki düşüşten daha fazla olması sayesinde ton başına FAVÖK 79 ABD\$/ton'a (12A23: 46 ABD\$/ton, 3A23: eksi 16 ABD\$/ton) yükselmiştir. Ton başına fiyat 12A23 ortalamasına göre %9 düşerken, ton başına nakit maliyetler %15 azalmış ve bu da ton başına FAVÖK'ün yükselmesine katkıda bulunmuştur. Şirketin TMS29 etkileri hariç FAVÖK'ünün 2023 yılında 112 ABD\$/ton olduğunu, yine enflasyona göre düzeltilmemiş FAVÖK'ünün 12 yıllık ortalamasının ise 110 ABD\$/ton seviyesinde olduğunu hatırlatmak isteriz. Şirket henüz 2023 yılı için düzeltilmemiş finansal verilerini açıklamadığından, faaliyet performansını uzun vadeli ortalama ile ölçmek için karşılaştırılabilir verilere sahip değiliz. Ancak, nihai ürün fiyatlarındaki ve hammadde maliyetlerindeki gerçekleştirmeler gözlemlendiğinde, TMS29 etkileri hariç ton başına FAVÖK'ün 3M24'te 2023 yılı ortalamasına göre bir miktar daha iyi olmasa da yatay seyretmiş olabileceğini düşünüyoruz.

**Net nakit pozisyonu 3,5 milyar TL'ye ulaşmıştır (piyasa değerinin %10,8'i).** Şirket net nakit pozisyonunu sınırlı sabit sermaye yatırımlarıyla 905 milyon TL daha artırmıştır.

**Yorum:** Sonuçlara piyasanın nötr tepki vermesini bekliyoruz. Operasyonel dinamikleri ve TMS29 etkilerini tam olarak anlamak için çeyreklik sunumu görmeyi bekliyoruz. Modelimizi TMS29 düzeltmelerine göre güncelleyeceğiz. Şirketin şu anda 5,26x S12A FD/FAVÖK ve 0,76x PD/DD çarpanlarıyla işlem gördüğünü hesaplıyoruz.

Dönem Özeti	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma		Geçmiş Dönem TMS29 Etkisi	
	3A24	3A23	y/y	AK Yat.	Fark	3A23	Değişim
(milyon TL)							
Net Satışlar	12,208	15,986	(24%)	11,934	2%	8,851	81%
FAVÖK	1,428	(311)	n.m.	1,317	8%	1,068	n.m.
FAVÖK Marjı	11.7%	(1.9%)	n.m.	11.0%	66bps	12.1%	n.m.
Parasal Kazanç (Kayıp)	9	884	(99%)	n.a.	n.m.	-	n.m.
Net Kar	(832)	(1,739)	(52%)	828	n.m.	641	n.m.
Satış Hacmi (bin ton)	563	611	(8%)	560	1%	611	-%
Ton Başına Fiyat (ABD\$/t)	671	811	(17%)	660	2%	757	7%
Ton Nakit Giderler (ABD\$/t)	(593)	(827)	(28%)	(587)	1%	(666)	24%
Ton Başına FAVÖK (ABD\$/t)	79	(16)	n.m.	73	8%	91	n.m.

## Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ömer Faruk Yüksel  
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr  
Ezgi Yılmaz  
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KRDMD TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	44.00
Güncel Fiyat, TL	30.10
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	89%
Piyasa Değeri, mn TL	23,485
Firma Değeri, mn TL	21,117

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	51,621	60,281	65,182	70,166
FAVÖK, mn TL	3,210	9,335	11,354	13,037
Net Kâr, mn TL	1,588	4,048	6,307	8,117

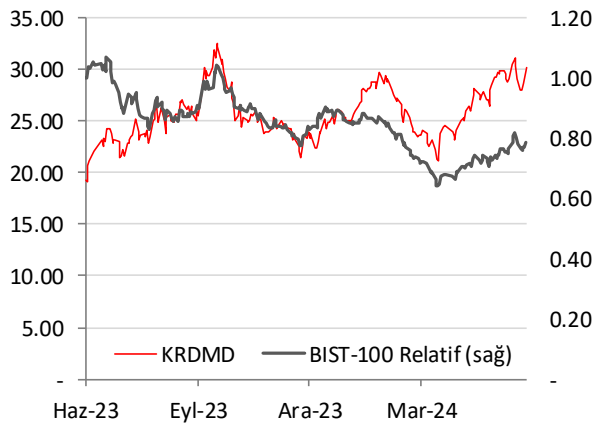
Borçluluk	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	-2,555	3,075	1,623	513
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.3	0.1	0.0

Kârlılık	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	6.2%	15.5%	17.4%	18.6%
Net Marj	3.1%	6.7%	9.7%	11.6%
Temettü Verimi	1.0%	-	4.7%	8.3%

Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, y/y	88.4%	16.8%	8.1%	7.6%
FAVÖK, y/y	-25.8%	190.8%	21.6%	14.8%
Net Kâr, y/y	-27.0%	154.9%	55.8%	28.7%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	15.9	8.5	5.4	4.2
FD/FAVÖK	7.0	4.0	3.2	2.7
FD/Ciro	0.4	0.6	0.6	0.5

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.5%	26.0%	43.4%	26.7%
BİST-100 Relatif	8.3%	6.9%	-26.6%	-9.6%
AOİH, mn TL	1,628	1,446	1,963	1,517



	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası		TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
Gelir Tablosu (milyon TL)	3A23	3A23	3A24	Gelir Tablosu (milyon ABD\$)	3A23	3A23	3A24
Satış Gelirleri	8,851	15,986	12,208	Satış Gelirleri	469	495	378
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,048</b>	<b>(603)</b>	<b>1,171</b>	<b>Brüt Kar</b>	<b>55</b>	<b>(19)</b>	<b>36</b>
Operasyonel Giderler	82	159	206	Operasyonel Giderler	4	5	6
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>966</b>	<b>(762)</b>	<b>965</b>	<b>Faaliyet Karı</b>	<b>51</b>	<b>(24)</b>	<b>30</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>1,068</b>	<b>(311)</b>	<b>1,428</b>	<b>FAVÖK</b>	<b>57</b>	<b>(10)</b>	<b>44</b>
Diğer Gelirler (Giderler)	(213)	(445)	(1,373)	Diğer Gelirler (Giderler)	(11)	(14)	(43)
Parasal Kazanç (Kayıp)	-	884	9	Parasal Kazanç (Kayıp)	-	27	0
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>752</b>	<b>(323)</b>	<b>(399)</b>	<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>40</b>	<b>(10)</b>	<b>(12)</b>
Vergi Geliri (Gideri)	(111)	(1,416)	(433)	Vergi Geliri (Gideri)	(6)	(44)	(13)
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>641</b>	<b>(1,739)</b>	<b>(832)</b>	<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>34</b>	<b>(54)</b>	<b>(26)</b>
Azınlık Payları	(0)	0	(0)	Azınlık Payları	(0)	0	(0)
<b>Net Kar</b>	<b>641</b>	<b>(1,739)</b>	<b>(832)</b>	<b>Net Kar</b>	<b>34</b>	<b>(54)</b>	<b>(26)</b>
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası		TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
Büyüme (Yıllık)	3A23	3A23	3A24	Büyüme (Yıllık)	3A23	3A23	3A24
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	(23.6%)	Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	(23.6%)
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	29.6%	Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	29.6%
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	n.m.	Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	n.m.
FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.	FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.	Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası		TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
Karlılık / Rasyo Analizi	3A23	3A23	3A24	Karlılık / Rasyo Analizi	3A23	3A23	3A24
Brüt Kar Marjı	11.8%	n.m.	9.6%	Brüt Kar Marjı	11.8%	n.m.	9.6%
Operasyonel Gider Marjı	0.9%	1.0%	1.7%	Operasyonel Gider Marjı	0.9%	1.0%	1.7%
Faaliyet Kar Marjı	10.9%	n.m.	7.9%	Faaliyet Kar Marjı	10.9%	n.m.	7.9%
FAVÖK Marjı	12.1%	n.m.	11.7%	FAVÖK Marjı	12.1%	n.m.	11.7%
Efektif Vergi Oranı	14.8%	n.m.	n.m.	Efektif Vergi Oranı	14.8%	n.m.	n.m.
Net Kar Marjı	7.2%	n.m.	n.m.	Net Kar Marjı	7.2%	n.m.	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	43.0%	40.8%	2.2%	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	43.0%	40.8%	2.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	32.9%	31.3%	0.4%	Serbest Nakit Akımı Marjı	32.9%	31.3%	0.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	356.2%	n.m.	18.8%	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	356.2%	n.m.	18.8%
Yatırım Harcaması / Satışlar	4.6%	4.3%	1.7%	Yatırım Harcaması / Satışlar	4.6%	4.3%	1.7%
İşletme Sermayesindeki Değişim / Satışlar	(34.3%)	(43.3%)	(1.4%)	İşletme Sermayesindeki Değişim / Satışlar	(34.3%)	(43.3%)	(1.4%)
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası		TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3A23	3A23	3A24	Nakit Akım Tablosu (milyon ABD\$)	3A23	3A23	3A24
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>3,805</b>	<b>6,516</b>	<b>269</b>	<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>201</b>	<b>202</b>	<b>8</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	641	(1,739)	(832)	Düzeltilme Öncesi Kar	34	(54)	(26)
Amortisman ve İtfa Payları	103	451	464	Amortisman ve İtfa Payları	5	14	14
İşletme Sermayesindeki Değişim	3,032	6,922	167	İşletme Sermayesindeki Değişim	161	214	5
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	29	883	470	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2	27	15
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(893)</b>	<b>(1,514)</b>	<b>(216)</b>	<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>	<b>(7)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(403)	(689)	(211)	Sabit Sermaye Yatırımları	(21)	(21)	(7)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(490)	(825)	(5)	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(26)	(26)	(0)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>2,912</b>	<b>5,002</b>	<b>52</b>	<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>154</b>	<b>155</b>	<b>2</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(149)</b>	<b>(272)</b>	<b>(431)</b>	<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(13)</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	(210)	(359)	(514)	Finansal Borçlardaki Değişim	(11)	(11)	(16)
Temettü	-	-	-	Temettü	-	-	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	61	87	84	Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	3	3	3
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>2,762</b>	<b>4,256</b>	<b>(203)</b>	<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>146</b>	<b>132</b>	<b>(6)</b>

Bilanço (milyon TL)	TMS29 Sonrası		TMS29 Sonrası		Bilanço (milyon ABD\$)	TMS29 Sonrası		TMS29 Sonrası	
	12M23	3M24	12M23	3M24		12M23	3M24	12M23	3M24
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>25,215</b>	<b>29,596</b>	<b>25,215</b>	<b>29,596</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>857</b>	<b>917</b>	<b>857</b>	<b>917</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,757	5,270	4,757	5,270	Nakit ve Nakit Benzerleri	162	163	162	163
Finansal Yatırımlar	1	7	1	7	Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	5,157	5,102	5,157	5,102	Ticari Alacaklar	175	158	175	158
Stoklar	12,283	13,674	12,283	13,674	Stoklar	417	424	417	424
Diğer Dönen Varlıklar	3,017	5,544	3,017	5,544	Diğer Dönen Varlıklar	102	172	102	172
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>34,751</b>	<b>39,783</b>	<b>34,751</b>	<b>39,783</b>	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,180</b>	<b>1,232</b>	<b>1,180</b>	<b>1,232</b>
Finansal Yatırımlar	4	5	4	5	Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	104	113	104	113	Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	4	3	4	3
Maddi Duran Varlıklar	34,304	39,227	34,304	39,227	Maddi Duran Varlıklar	1,165	1,215	1,165	1,215
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	188	209	188	209	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	6	6	6
Diğer Duran Varlıklar	149	228	149	228	Diğer Duran Varlıklar	5	7	5	7
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>59,965</b>	<b>69,378</b>	<b>59,965</b>	<b>69,378</b>	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>2,037</b>	<b>2,149</b>	<b>2,037</b>	<b>2,149</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>19,226</b>	<b>22,489</b>	<b>19,226</b>	<b>22,489</b>	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>653</b>	<b>697</b>	<b>653</b>	<b>697</b>
Finansal Borçlar	1,805	1,454	1,805	1,454	Finansal Borçlar	61	45	61	45
Ticari Borçlar	10,834	13,051	10,834	13,051	Ticari Borçlar	368	404	368	404
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,586	7,984	6,586	7,984	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	224	247	224	247
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,895</b>	<b>4,787</b>	<b>3,895</b>	<b>4,787</b>	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>132</b>	<b>148</b>	<b>132</b>	<b>148</b>
Finansal Borçlar	398	363	398	363	Finansal Borçlar	14	11	14	11
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,497	4,424	3,497	4,424	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	119	137	119	137
<b>Özkaynaklar</b>	<b>36,844</b>	<b>42,102</b>	<b>36,844</b>	<b>42,102</b>	<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,252</b>	<b>1,304</b>	<b>1,252</b>	<b>1,304</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	36,844	42,102	36,844	42,102	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,252	1,304	1,252	1,304
Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)	(0)	Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>59,965</b>	<b>69,378</b>	<b>59,965</b>	<b>69,378</b>	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>2,037</b>	<b>2,149</b>	<b>2,037</b>	<b>2,149</b>
Parasal Pozisyon	3,118	4,485	3,118	4,485	Parasal Pozisyon	106	139	106	139
Parasal Olmayan Pozisyon	(3,118)	(4,485)	(3,118)	(4,485)	Parasal Olmayan Pozisyon	(106)	(139)	(106)	(139)
Yatırım Sermayesi	37,787	43,067	37,787	43,067	Yatırım Sermayesi	1,284	1,334	1,284	1,334
İşletme Sermayesi	6,605	5,724	6,605	5,724	İşletme Sermayesi	224	177	224	177
İşletme Sermayesi (Diğer Dön Varl. & Yük. Dahil)	3,036	3,284	3,036	3,284	İşletme Sermayesi (Diğer Dön Varl. & Yük. Dahil)	103	102	103	102
Toplam Borç	2,203	1,817	2,203	1,817	Toplam Borç	75	56	75	56
Net Borç (Nakit)	(2,555)	(3,460)	(2,555)	(3,460)	Net Borç (Nakit)	(87)	(107)	(87)	(107)
Net Borç / Özkaynaklar	(6.9%)	(8.2%)	(6.9%)	(8.2%)	Net Borç / Özkaynaklar	(6.9%)	(8.2%)	(6.9%)	(8.2%)
Döviz Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(10,485)	(13,558)	(10,485)	(13,558)	Döviz Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(356)	(420)	(356)	(420)

## 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 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.