

KARDEMİR

Yüksek nakit maliyetler nedeniyle piyasa beklentisinin altında sonuçlar

Kardemir 3Ç24'te yıllık bazda %34 düşüşle 971 milyon TL net zarar kaydetti (Kons.: 602 milyon TL net zarar; AK: 1,7 milyar TL net zarar). Net satışlar 3Ç23'e göre %19 düşüşle 14,6 milyar TL (Kons.: 12,6 milyar TL; AK: 13,8 milyar TL) olarak gerçekleşti. FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %69 artışla 765 milyon TL (Kons.: 1,2 milyar TL; AK: 907 milyon TL) olarak gerçekleşti. %9'luk hacim artışına (3Ç24: 657 bin ton; AK: 657 bin ton) rağmen ortalama çelik fiyatının %25 düşmesi (3Ç24: 649 USD/t; AK: 615 USD/t) net satışların yıllık bazda %19 azalmasına neden olurken, diğer nakit maliyetlerde (ör. personel giderleri ve genel üretim giderleri) görülen %25'lik artışa rağmen ortalama çelik fiyatı ile ortalama hammadde maliyeti arasındaki makasın %32 oranında açılması FAVÖK'ün yıllık bazda %69 artmasına neden oldu. **Tahminlerimizden ayrıışan noktalar şunlardır:** (i) beklenenden daha yüksek nakit maliyetler FAVÖK'ün beklenenden daha düşük gerçekleşmesine neden olurken, (ii) beklenenden daha düşük finansal giderler ve (iii) beklenenden daha yüksek parasal kazançlar net zararın beklenenden daha düşük gerçekleşmesine neden oldu.

Net borç pozisyonu 973 milyon TL (piyasa değerinin %3,4'ü) olarak gerçekleşti. Şirket, 280 milyon TL tutarındaki negatif operasyonel nakit akışı ve 718 milyon TL tutarındaki yatırım harcamalarının borçlanmayı artırmasıyla 3Ç24'te bir önceki çeyreğe göre 1 milyar TL artışla 973 milyon TL net borç pozisyonu açıkladı. Operasyonel sonuçlara ilişkin kapsamlı bir fikir vermesi açısından, finansman ağırlıklı olarak ağırlıklı ortalama efektif faiz oranı %7,10 ile %9,03 arasında değişen ABD Doları cinsinden kısa vadeli banka kredileri ile sağlanmıştır.

Yorum: Beklentilerden zayıf gelen operasyonel sonuçlara piyasanın olumsuz tepki vermesini bekliyoruz. Operasyonel sonuçlara ilişkin daha kapsamlı bir fikir edinmemizi sağlayacak olan TMS29 öncesi rakamlara erişimimiz bulunmuyor. Ancak, zayıf operasyonel performansın etkilerinin 3Ç24'te 1 milyar TL'lik net borç birikimiyle kendini gösterdiğini düşünüyoruz. Modelimizi güncel makro varsayımlarımız ve şirketin operasyonel performansına ilişkin beklentilerimizin yanı sıra 3Ç24 sonu net borcu ile güncelledik. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak korurken, 12A HF seviyemizi 37 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse şu anda 268 milyon USD'lik TMS29 öncesi FAVÖK beklentimize göre (110 USD ton başına FAVÖK ve 2,4 milyon ton satış hacmi) 3,22x USD bazlı FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

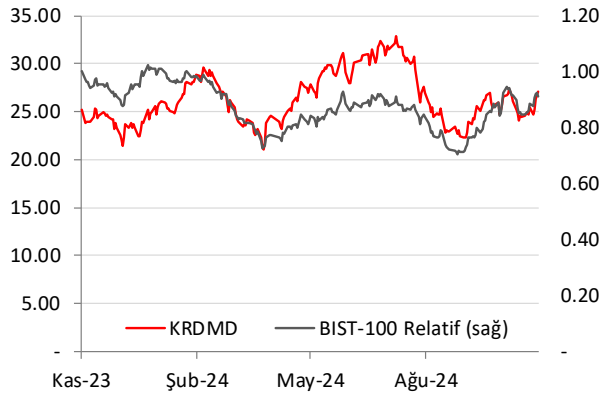
Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre			Tahminler			
	3Ç24	3Ç23	y/y	9A24	9A23	y/y	Piyasa	Fark	AK	Fark
Net Satışlar	14,550	17,929	-19%	41,017	52,119	-21%	12,571	16%	13,781	6%
FAVÖK	765	452	69%	2,975	3,565	-17%	1,223	-37%	907	-16%
FAVÖK Marjı	5.3%	2.5%	274 bps	7.3%	6.8%	41 bps	9.7%	-447 bps	6.6%	-132 bps
Par. Poz Kayıp/Kazanç	281	2,334	-88%	416	3,536	-88%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net Kar	-971	-1,465	-34%	-2,963	-3,194	-7%	-602	61%	-1,723	-44%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

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	37.00 (önceki 34.00)			
Güncel Fiyat, TL	27.06			
Getiri Potansiyeli	37%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mın TL	21,113			
Firma Değeri, mın TL	21,779			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mın TL	51,621	62,675	81,406	89,575
FAVÖK, mın TL	3,210	5,234	10,093	12,613
Net Kâr, mın TL	1,588	-2,359	3,015	4,663
Borçluluk				
Net Borç, mın TL	-2,555	641	-1,020	-4,841
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.1	-0.1	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.2%	8.4%	12.4%	14.1%
Net Marj	3.1%	n.m.	3.7%	5.2%
Temettü Verimi	1.0%	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	88.4%	21.4%	29.9%	10.0%
FAVÖK, y/y	-25.8%	63.0%	92.8%	25.0%
Net Kâr, y/y	-27.0%	n.m.	n.m.	54.7%
Değerleme Verisi				
F/K	15.9	n.m.	10.2	6.6
FD/FAVÖK	7.0	6.0	3.0	2.1
FD/Ciro	0.4	0.5	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	9.8%	-2.0%	8.7%	13.9%
BİST-100 Relatif	8.1%	7.8%	-7.0%	-7.4%
AOİH, mın TL	1,250	1,129	1,368	1,407



Piyasa verileri 8 Kasım 2024 tarihlidir.

Tahminlerde Revizyonlar:

Modelimizi en son makro varsayımlarımız ve şirketin operasyonel performansına ilişkin beklentilerimizin yanı sıra 3Ç24 sonu itibariyle 973 milyon TL olan net borç pozisyonu (2Ç24: 25 milyon TL net nakit pozisyonu) ile güncelledik. 2025T için TMS29 öncesi ton başına FAVÖK tahminimizi 110 USD olarak koruyoruz.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	62,675	81,406	89,575	58,829	72,106	83,161
% büyüme	21.4%	29.9%	10.0%	14.0%	22.6%	15.3%
FAVÖK	5,234	10,093	12,613	4,667	8,021	10,625
FAVÖK Marjı	8.4%	12.4%	14.1%	7.9%	11.1%	12.8%
Net Kar	(2,359)	3,015	4,663	(2,621)	1,263	2,658
% büyüme	n.m.	n.m.	54.7%	n.m.	n.m.	110.5%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	6.5%	12.9%	7.7%			
FAVÖK	12.2%	25.8%	18.7%			
Net Kar	(10.0%)	138.8%	75.5%			
Hedef Fiyat		37.00			34.00	
Hedef Fiyat Değişimi		8.8%				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç23	2Ç24	3Ç24	9A23	9A24
Satış Gelirleri	17,929	12,052	14,550	52,119	41,017
Brüt Kar	150	227	514	2,576	2,124
Operasyonel Giderler	219	244	274	605	762
Faaliyet Karı	-69	-16	240	1,971	1,362
FAVÖK	452	523	765	3,565	2,975
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-871	-602	-914	-1,785	-3,126
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-3,117	-230	-1,002	-4,682	-2,401
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-74	0	-9	53	44
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	20	48	4	67	9
Finansal Gelir / (Gider)	-34	-544	-187	-758	-1,194
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,334	124	281	3,536	416
Vergi Öncesi Kar	-940	-619	-674	187	-1,764
Vergi Geliri / (Gideri)	-525	-391	-297	-3,381	-1,199
Vergi Sonrası Net Kar	-1,465	-1,010	-971	-3,194	-2,963
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	-1,465	-1,010	-971	-3,194	-2,963
Büyüme (Yıllık)	3Ç23	2Ç24	3Ç24	9A23	9A24
Satış Gelirleri	-21.3%	-18.8%		-21.3%	
Operasyonel Giderler	23.3%	25.1%		25.9%	
Faaliyet Karı	-100.6%	-445.6%		-30.9%	
FAVÖK	-85.0%	69.5%		-16.5%	
Net Kar	-411.2%	-33.8%		-7.2%	
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç23	2Ç24	3Ç24	9A23	9A24
Brüt Kar Marjı	0.8%	1.9%	3.5%	4.9%	5.2%
Operasyonel Gider Marjı	1.2%	2.0%	1.9%	1.2%	1.9%
Faaliyet Kar Marjı	-0.4%	-0.1%	1.6%	3.8%	3.3%
FAVÖK Marjı	2.52%	4.3%	5.3%	6.84%	7.25%
Efektif Vergi Oranı	-55.9%	-63.3%	-44.0%	1811.9%	-68.0%
Net Kar Marjı	-8.2%	-8.4%	-6.7%	-6.1%	-7.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	13.0%	1.0%	1.9%	6.8%	1.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-20.8%	-33.4%	-1.9%	-2.6%	-9.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-20.7%	-35.7%	-6.9%	-5.0%	-12.3%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-825%	-769%	-37%	-38%	-127%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.9%	2.3%	4.9%	2.3%	3.0%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-29.4%	-35.8%	1.8%	-0.9%	-9.4%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç23	2Ç24	3Ç24	9A23	9A24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,725	-4,023	-280	-1,367	-3,779
Düzeltilme Öncesi Kar	-1,465	-1,010	-971	-3,194	-2,963
Amortisman ve İtfa Payları	521	540	526	1,594	1,613
İşletme Sermayesindeki Değişim	-5,277	-4,318	257	-474	-3,864
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,496	765	-91	708	1,435
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	11	-282	-723	-1,264	-1,260
Sabit Sermaye Yatırımları	-348	-271	-718	-1,213	-1,239
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	360	-11	-4	-51	-21
Serbest Nakit Akımı	-3,713	-4,305	-1,003	-2,631	-5,040
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,723	-38	2,660	129	2,113
Finansal Borçlardaki Değişim	1,612	-92	2,667	178	1,967
Temettü	-22	0	0	-163	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	133	54	-7	114	146
	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,990	-4,344	1,657	-2,502	-2,926

Bilanço (milyon TL)	3Ç23	2Ç24	3Ç24
Dönen Varlıklar	29,409	31,607	32,511
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,732	1,879	3,536
Finansal Yatırımlar	118	19	26
Ticari Alacaklar	7,653	4,792	6,592
Stoklar	14,689	17,595	16,375
Diğer Dönen Varlıklar	5,335	7,340	6,008
Duran Varlıklar	16,755	46,701	46,920
Finansal Yatırımlar	1	6	4
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	105	208	223
Maddi Duran Varlıklar	15,843	46,053	46,249
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	119	243	239
Diğer Duran Varlıklar	686	192	205
Toplam Varlıklar	46,163	78,308	79,430
Kısa Vadeli Yükümlülükler	25,032	23,310	25,111
Finansal Borçlar	3,624	1,548	4,314
Ticari Borçlar	12,545	16,223	13,854
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,863	5,539	6,943
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,657	5,869	5,998
Finansal Borçlar	1,604	323	221
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,052	5,546	5,777
Özkaynaklar	17,474	49,130	48,321
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	17,474	49,130	48,321
Azınlık Payları	0	0	0
Toplam Kaynaklar	46,163	78,308	79,430
Yatırım Sermayesi (IC)	23,023	54,667	55,097
İşletme Sermayesi	9,797	6,164	9,112
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	6,268	7,965	8,177
Toplam Borç	5,228	1,871	4,535
Net Borç / (Nakit)	3,378	-27	973
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-19,089	-17,387	-19,015

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.