

## KARDEMİR

Nötr

**Beklentilerin Hafif Üzerinde Gelen FAVÖK, Piyasanın Zarar Beklentisine Karşın Sınırlı Net Kar Getirdi**

Ömer Faruk Yüksel

[omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr)

**Kardemir (KRDMD; Nötr; 12A HF: 49 TL)**, 1Ç26'da bir önceki yılın aynı döneminde kaydedilen 1,94 milyar TL net zarar karşısında 25 milyon TL net kar açıkladı. Net satışlar, düşen satış hacminin (y/y: -%12) etkisiyle yıllık bazda %18 gerileyerek 15,48 milyar TL'ye indi. FAVÖK, mamul-girdi maliyeti makasındaki iyileşmenin desteğiyle yıllık bazda %35 artışla 1,96 milyar TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı 5,0 puan genişleyerek %12,7'ye yükseldi.

**Tahminlerle Karşılaştırma:** 562 bin tonluk satış hacmi (AK: 560 bin ton) beklentilerle büyük ölçüde örtüştü. Gelirler tahminlerle genel olarak uyumlu seyretti (bizim tahminimizin %1, konsensüsün %3 altında). FAVÖK, beklentilerin üzerinde gerçekleşen mamul-girdi maliyeti makasının desteğiyle hem tahminimizi hem de konsensüsü hafif geçti (+%5); bu durum FAVÖK/ton'u (TMS29) bizim tahminimiz olan 75 USD/ton'un hafif üzerinde 79 USD/ton'a taşıdı (y/y: +33 USD/ton, ç/ç: -10 USD/ton; tahminimize göre: +4 USD/ton). 25 milyon TL net kar, 20 milyon TL olan tahminimizle büyük ölçüde örtüşürken 114 milyon TL net zarar bekleyen konsensüse karşı pozitif sürpriz oluşturdu.

**Net Borç:** Net borç, 4Ç25'teki 5,77 milyar TL seviyesinden 3,65 milyar TL'ye geriledi. Bu düşüş; işletme sermayesinden sağlanan nakit girişi ve düşen yatırım harcaması yoğunluğunun desteğiyle oluşan 3,46 milyar TL'lik serbest nakit akışı üretimiyle gerçekleşti. Net Borç/ Son 12 Aylık FAVÖK oranı 0,8x'ten 0,5x'e geriledi.

**2026 Tahminlerimiz:** 2,6 milyon ton satış hacmi (değişmedi), 89 USD/ton FAVÖK (önceki: 76 USD/ton), %3 ΔNİS/Net Satışlar oranı ve %5 Yatırım Harcaması/Net Satışlar oranı öngörüyoruz.

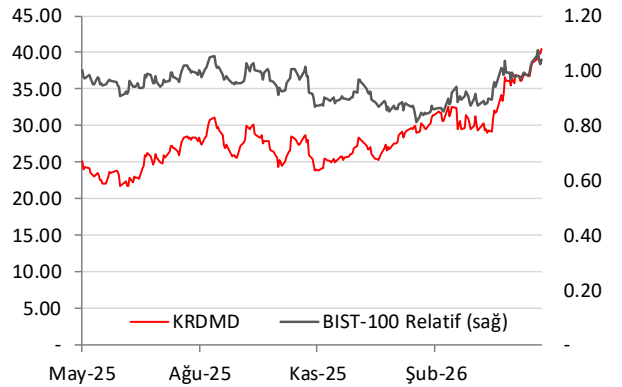
**Yorum:** KRDMMD hisseleri son üç ayda TL bazında ~%38 (USD bazında ~%32) değer kazanarak BIST-100 Endeksi'nin ~%24 üzerinde performans gösterdi. Tahminlerimize göre USD bazında 4,9x FD/12A İleri FAVÖK çarpanıyla işlem gören hisse, hem 3 yıllık ortalamasına (3,6x) hem de uzun dönem medyanına (4,0x) kıyasla primli seviyelerde bulunmaktadır. Bu çarpanlar karlılığa dönüştürüldüğünde, 3 yıllık ortalama çarpan ~121 USD/ton, uzun dönem medyanı ise ~109 USD/ton FAVÖK'e karşılık gelmektedir. Her ikisi de ~100 USD/ton olan orta döngü seviyesinin belirgin üzerindedir ve bu da mevcut değerlemenin yalnızca temel değerler bazında sınırlı yukarı potansiyel bıraktığına işaret etmektedir.

**Değerleme:** 1Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncelledik; makro varsayımlarımızı revize ederek değerlememizi bir çeyrek ileriye taşıdık. 12 aylık hedef fiyatımızı 49 TL'ye (önceki: 41 TL) yükseltirken Nötr önerimizi koruyoruz. Değerlememiz USD bazında 4,5x FD/12A İleri FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir.

Finansal Özet (milyon TL)	TMS29			Tahminlerle Karşılaştırma					
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	AK	Fark	Piyasa	Fark
Net Satışlar	15,475	18,861	-18%	18,069	-14%	15,694	-1%	15,995	-3%
FAVÖK	1,960	1,453	+35%	2,599	-25%	1,860	+5%	1,863	+5%
FAVÖK Marjı	12.7%	7.7%	+5.0 yp	14.4%	-1.7 yp	11.9%	+0.8 yp	11.6%	+1.0 yp
Net Kar	25	-1,939	-101%	-751	-103%	20	+23%	-114	-122%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	KRDMMD TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	49.00 (önceki 41.00)			
Güncel Fiyat, TL	40.52			
Getiri Potansiyeli	21%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	31,615			
Firma Değeri, mn TL	36,301			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	66,719	86,795	109,186	125,989
FAVÖK, mn TL	6,834	11,699	15,297	19,126
Net Kâr, mn TL	-1,680	2,997	5,629	7,573
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	5,768	3,827	1,526	-1,407
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.3	0.1	-0.1
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	10.2%	13.5%	14.0%	15.2%
Net Marj	n.m.	3.5%	5.2%	6.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	18.1%	30.1%	25.8%	15.4%
FAVÖK, y/y	63.2%	71.2%	30.8%	25.0%
Net Kâr, y/y	-44.6%	n.m.	87.8%	34.5%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	n.m.	15.4	8.2	6.1
FD/FAVÖK	5.6	4.5	3.3	2.5
FD/Ciro	0.6	0.6	0.5	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.9%	37.7%	71.0%	60.4%
BIST-100 Relatif	5.9%	23.6%	5.3%	19.9%
AOİH, mn TL	2,792	1,988	1,604	1,871



Piyasa verileri 8 Mayıs 2026 tarihlidir.

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>18,861</b>	<b>18,047</b>	<b>18,440</b>	<b>18,069</b>	<b>15,475</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>937</b>	<b>985</b>	<b>1,683</b>	<b>2,102</b>	<b>1,329</b>
Operasyonel Giderler	393	408	405	418	356
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>544</b>	<b>577</b>	<b>1,277</b>	<b>1,683</b>	<b>973</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>1,453</b>	<b>1,425</b>	<b>2,042</b>	<b>2,599</b>	<b>1,960</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-1,186	82	-1,441	-1,492	-66
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-643</b>	<b>659</b>	<b>-164</b>	<b>191</b>	<b>907</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,296	966	-619	-943	-882
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>-1,939</b>	<b>1,625</b>	<b>-783</b>	<b>-751</b>	<b>25</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>-1,939</b>	<b>1,625</b>	<b>-783</b>	<b>-751</b>	<b>25</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Satış Gelirleri	-14.5%	-2.2%	-17.2%	-2.8%	-18.0%
Operasyonel Giderler	5.5%	9.4%	-3.4%	-2.2%	-9.5%
Faaliyet Karı	-68.8%	-2392.9%	248.0%	134.4%	79.0%
FAVÖK	-43.9%	79.5%	74.9%	75.6%	34.9%
Net Kar	28.9%	-205.1%	-47.3%	-544.1%	-101.3%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Brüt Kar Marjı	5.0%	5.5%	9.1%	11.6%	8.6%
Operasyonel Gider Marjı	2.1%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%
Faaliyet Kar Marjı	2.9%	3.2%	6.9%	9.3%	6.3%
FAVÖK Marjı	7.7%	7.9%	11.1%	14.4%	12.7%
Efektif Vergi Oranı	-201.6%	-146.5%	-378.8%	493.1%	97.3%
Net Kar Marjı	-10.3%	9.0%	-4.2%	-4.2%	0.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	0.9%	2.8%	2.6%	1.4%	3.5%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-15.1%	-2.4%	13.4%	19.6%	28.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-20.4%	-7.4%	4.9%	8.0%	22.3%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-196%	-30%	121%	136%	223%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.2%	5.0%	8.7%	11.1%	5.8%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-22.1%	-7.2%	0.0%	8.2%	9.1%
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-2,853</b>	<b>-434</b>	<b>2,477</b>	<b>3,534</b>	<b>4,365</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	-1,939	1,625	-783	-751	25
Amortisman ve İtfa Payları	910	848	765	916	987
İşletme Sermayesindeki Değişim	-4,162	-1,304	-8	1,481	1,412
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,338	-1,603	2,503	1,889	1,942
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-991</b>	<b>-902</b>	<b>-1,579</b>	<b>-2,086</b>	<b>-910</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-788	-911	-1,603	-1,999	-901
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-202	8	23	-87	-10
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-3,843</b>	<b>-1,336</b>	<b>898</b>	<b>1,448</b>	<b>3,455</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>3,619</b>	<b>1,653</b>	<b>-1,733</b>	<b>-564</b>	<b>-1,473</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	3,454	1,608	-1,514	-1,083	-1,391
Temettü	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	165	45	-219	519	-82
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-224</b>	<b>316</b>	<b>-835</b>	<b>884</b>	<b>1,982</b>

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>42,676</b>	<b>42,543</b>	<b>40,406</b>	<b>40,243</b>	<b>41,794</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,396	3,446	2,466	2,923	4,216
Finansal Yatırımlar	204	235	237	318	328
Ticari Alacaklar	7,967	7,035	9,209	8,602	9,084
Stoklar	24,074	24,710	23,787	23,511	24,150
Diğer Dönen Varlıklar	7,240	7,352	4,944	5,207	4,345
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>72,862</b>	<b>72,997</b>	<b>73,899</b>	<b>99,560</b>	<b>99,404</b>
Finansal Yatırımlar	6	6	6	6	6
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	371	384	394	359	367
Maddi Duran Varlıklar	71,740	71,797	72,634	98,365	98,246
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	387	391	392	394	426
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8	9	9	8	8
Diğer Duran Varlıklar	350	409	464	428	350
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>115,537</b>	<b>115,540</b>	<b>114,306</b>	<b>139,803</b>	<b>141,198</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>31,632</b>	<b>30,438</b>	<b>27,755</b>	<b>28,315</b>	<b>28,873</b>
Finansal Borçlar	8,607	9,696	8,088	7,242	6,192
Ticari Borçlar	15,760	16,623	13,972	15,211	14,632
Ertelenmiş Gelirler	5,671	3,064	4,866	4,646	6,541
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,595	1,056	828	1,216	1,508
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>11,841</b>	<b>11,854</b>	<b>13,161</b>	<b>18,334</b>	<b>18,910</b>
Finansal Borçlar	1,597	2,463	2,939	2,347	1,997
Ertelenmiş Gelirler	54	54	54	54	54
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	7,620	6,526	7,335	13,075	13,828
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,570	2,811	2,833	2,858	3,030
<b>Özkaynaklar</b>	<b>72,065</b>	<b>73,247</b>	<b>73,390</b>	<b>93,154</b>	<b>93,415</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	72,064	73,247	73,390	93,154	93,415
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>115,537</b>	<b>115,540</b>	<b>114,306</b>	<b>139,803</b>	<b>141,198</b>
Yatırım Sermayesi	89,116	91,352	92,173	115,807	114,301
Toplam Borç	10,204	12,159	11,027	9,589	8,190
Net Borç (NB)	6,604	8,477	8,324	6,348	3,646
NB / S12A FAVÖK	1.3	1.5	1.3	0.8	0.5
NB / Özkaynaklar	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	5,007	6,014	5,385	4,001	1,649
KV ND / S12A FAVÖK	1.0	1.1	0.8	0.5	0.2
YPP (Türev Korunma Dahil)	-24,411	-22,951	-20,899	-17,395	-12,905

## 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.