

KARDEMİR

Nötr

Yüksek maliyetler nedeniyle piyasa beklentisinin altında sonuçlar

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Kardemir 4Ç24'te yıllık bazda %98 düşüşle 117 milyon TL net kar açıkladı (Kons.: 574 milyon TL; AK: 547 milyon TL). Bir önceki yılın aynı dönemindeki 5,7 milyar TL'lik vergi gelirine kıyasla bu çeyrekte kaydedilen 335 milyon TL'lik vergi gideri, yıllık bazdaki düşüşün ana nedeni oldu. Satış hacmi bir önceki yıla göre %19 düşüş gösterdi. Satış gelirleri, TL'deki %20'lik reel değerlenmeye karşılık USD bazında satış fiyatlarının sabit kalması nedeniyle yıllık %33 düşüşle 12,9 milyar TL (Kons.: 12,6 milyar TL; AK: 11,9 milyar TL) olarak gerçekleşti. Şirket, USD bazında ton başına FAVÖK'teki %81'lik artışa karşın (azalan TMS29 etkisinden kaynaklandı) TL'deki %20'lik reel değerlenme sonucunda yıllık %21 artışla 1,03 milyar TL (Kons.: 1,25 milyar TL; AK: 1,16mn TL) FAVÖK kaydetti. Tahminlerimizden sapmanın ana nedenleri şunlardı: (i) beklenenden daha yüksek nakit maliyetler, (ii) beklenenden daha düşük parasal kazançlar ve (iii) beklenenden daha yüksek vergi giderleri.

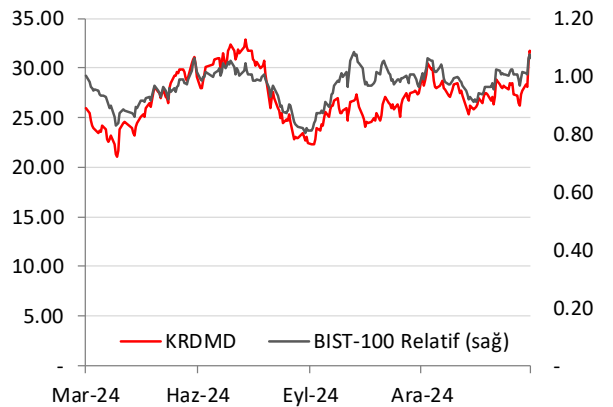
Net borç bir önceki çeyreğe göre 892 milyon TL artarak 1,87 milyar TL'ye yükselirken, kaldıraç oranı bir önceki yıla göre -0,8x'ten 0,4x'e döndü. Tam yıl bazında, şirketin kaldıraç 0,8x Net Nakit/FAVÖK'ten 0,4x Net Borç/FAVÖK'e geriledi. Geçen yılki pozitif işletme sermayesi katkısının yarattığı yüksek baz etkisi (işletme sermayesindeki değişimin satışlara oranı: 2023'te +%11 iken 2024'te +%8 olarak gerçekleşti) ve artan yatırım harcamaları (yatırım harcamalarının satışlara oranı: +182bps) nedeniyle serbest nakit akış marjı 2023'teki %10 seviyesinden 2024'te +%6'ya geriledi.

Yorum: Konsensüsle karşılaştırıldığında FAVÖK'te %18'lik, FAVÖK marjında 192 baz puanlık bir aşağı yönlü sapma görünüyor. Dolayısıyla sonuçlara olumsuz bir piyasa tepkisi bekliyoruz. TMS29 etkileri hariç finansallara erişimin olmaması, operasyonel performansın kapsamlı bir şekilde değerlendirilmesini kısıtlıyor. Güncellenmiş makro varsayımlarımız, 2025 yılı beklentilerimiz ve mevcut net borçla modelimizi revize ettik. "Nötr" tavsiyemizi korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı 38 TL'ye yükseltiyoruz. Hisseyi, 2025 yılı için TMS29 etkileri hariç FAVÖK tahminimiz olan 232 milyon USD (100 USD/t)'e göre 4x FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	4Ç24	4Ç23	y/y	12A24	12A23	y/y
Net Satışlar	12,911	19,143	-33%	56,500	74,529	-24%
FAVÖK	1,025	845	21%	4,187	4,633	-10%
FAVÖK Marjı	7.9%	4.4%	353 bps	7.4%	6.2%	119 bps
Net Kar	117	5,687	-98%	-3,031	2,293	-232%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	38.00 (önceki 35.00)			
Güncel Fiyat, TL	31.62			
Getiri Potansiyeli	20%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	24,671			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	56,500	71,561	78,853	87,155
FAVÖK, mn TL	4,187	8,715	11,194	12,512
Net Kâr, mn TL	-3,031	1,711	2,916	3,396
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	1,865	-1,913	-4,239	-7,108
Net Borç/FAVÖK	0.4	-0.2	-0.4	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.4%	12.2%	14.2%	14.4%
Net Marj	n.m.	2.4%	3.7%	3.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	9.5%	26.7%	10.2%	10.5%
FAVÖK, y/y	30.4%	108.1%	28.5%	11.8%
Net Kâr, y/y	n.m.	n.m.	70.4%	16.4%
Değerleme Verisi				
F/K	n.m.	21.1	12.4	10.6
FD/FAVÖK	7.7	3.9	2.8	2.3
FD/Ciro	0.6	0.5	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	9.6%	15.0%	20.9%	16.7%
AOİH, mn TL	3.8%	10.3%	4.2%	9.2%
	1,481	1,411	1,372	1,421



Piyasa verileri 7 Mart 2025 tarihindedir.

Tahminlerde Revizyonlar:

TMS29 etkileri hariç ton başına FAVÖK tahminimizi 2025 için 100 USD, 2026 için ise 110 USD seviyesinde koruyoruz. Aşağıda proforma TMS29 finansal tablolara yönelik revizyonlarımız yer almaktadır.

Tahminlerde Revizyonlar

	2025T	2026T	2025T	2026T
Net Satışlar	71,561	78,853	71,561	78,829
<i>% büyüme</i>	29.9%	10.0%	22.6%	15.3%
FAVÖK	8,715	11,194	8,435	10,337
<i>FAVÖK Marjı</i>	12.4%	14.1%	11.1%	12.8%
Net Kar	1,711	2,916	1,575	2,558
<i>% büyüme</i>	<i>n.m.</i>	54.7%	<i>n.m.</i>	110.5%
Önceki Tahminlere Göre Değişim				
<i>Net Satışlar</i>	0.0%	0.0%		
<i>FAVÖK</i>	3.3%	8.3%		
<i>Net Kar</i>	8.7%	14.0%		
Hedef Fiyat	38.00		35.00	
<i>Hedef Fiyat Değişimi</i>	8.6%			

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri	19,143	15,319	12,808	15,462	12,911	74,529	56,500
Brüt Kar	423	1,469	242	546	796	3,161	3,053
Operasyonel Giderler	226	259	259	291	297	869	1,106
Faaliyet Karı	197	1,211	-17	255	499	2,292	1,946
FAVÖK	845	1,792	556	813	1,025	4,633	4,187
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-235	-1,711	-640	-971	-46	-2,132	-3,369
Vergi Öncesi Kar	-39	-501	-657	-716	452	160	-1,422
Vergi Geliri / (Gideri)	5,726	-543	-416	-315	-335	2,133	-1,609
Vergi Sonrası Net Kar	5,687	-1,044	-1,073	-1,032	117	2,293	-3,031
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	5,687	-1,044	-1,073	-1,032	117	2,293	-3,031
Büyüme (Yıllık)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri		-23.6%	-21.3%	-18.8%	-32.6%		-24.2%
Operasyonel Giderler		29.6%	23.3%	25.1%	31.2%		27.3%
Faaliyet Karı		-226.6%	-100.6%	-445.6%	153.2%		-15.1%
FAVÖK		-558.9%	-85.0%	69.5%	21.4%		-9.6%
Net Kar		-52.2%	-411.2%	-33.8%	-97.9%		-232.2%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Brüt Kar Marjı	2.2%	9.6%	1.9%	3.5%	6.2%	4.2%	5.4%
Operasyonel Gider Marjı	1.2%	1.7%	2.0%	1.9%	2.3%	1.2%	2.0%
Faaliyet Kar Marjı	1.0%	7.9%	-0.1%	1.6%	3.9%	3.1%	3.4%
FAVÖK Marjı	4.41%	11.7%	4.3%	5.3%	7.9%	6.22%	7.41%
Efektif Vergi Oranı	14863.0%	-108.5%	-63.3%	-44.0%	74.0%	-1335.0%	-113.1%
Net Kar Marjı	29.7%	-6.8%	-8.4%	-6.7%	0.9%	3.1%	-5.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	2.3%	0.1%	1.0%	1.9%	1.4%	5.6%	1.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	57.3%	3.6%	-33.4%	-1.9%	25.0%	12.8%	-1.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	53.7%	1.9%	-35.7%	-6.9%	15.2%	10.1%	-6.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	1298%	31%	-769%	-37%	314%	205%	-19%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.2%	1.7%	2.3%	4.9%	10.0%	2.8%	4.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	43.9%	1.4%	-35.8%	1.8%	-2.1%	10.6%	-7.8%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	10,966	557	-4,276	-298	3,223	9,513	-793
Düzeltilme Öncesi Kar	5,687	-1,044	-1,073	-1,032	117	2,293	-3,031
Amortisman ve İtfa Payları	648	582	574	559	527	2,342	2,241
İşletme Sermayesindeki Değişim	8,407	210	-4,589	273	-275	7,903	-4,381
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,776	809	813	-97	2,854	-3,024	4,379
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-677	-271	-300	-768	-1,259	-2,020	-2,598
Sabit Sermaye Yatırımları	-800	-265	-288	-763	-1,296	-2,089	-2,612
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	123	-6	-12	-5	37	69	14
Serbest Nakit Akımı	10,289	285	-4,575	-1,066	1,964	7,492	-3,392
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,347	-540	-40	2,826	121	-2,210	2,366
Finansal Borçlardaki Değişim	-2,194	-645	-98	2,834	-113	-2,005	1,977
Temettü	-343	0	0	0	0	-516	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	191	105	58	-7	234	312	389
Çevrim Farkları	-2,914	0	0	0	-3,048	-2,914	-3,048
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	5,027	-255	-4,616	1,761	-963	2,368	-4,073

Bilanço (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24
Dönen Varlıklar	36,404	37,136	33,588	34,549	31,288
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,868	6,613	1,997	3,758	2,795
Finansal Yatırımlar	2	8	20	28	1
Ticari Alacaklar	7,445	6,401	5,093	7,005	4,721
Stoklar	17,734	17,157	18,698	17,402	17,585
Diğer Dönen Varlıklar	4,358	6,965	7,800	6,384	6,186
Duran Varlıklar	50,173	49,918	49,630	49,862	50,641
Maddi Duran Varlıklar	49,528	49,221	48,940	49,149	49,899
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	272	263	258	254	261
Diğer Duran Varlıklar	216	287	204	217	227
Toplam Varlıklar	86,577	87,054	83,218	84,411	81,929
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27,758	28,218	24,771	26,686	23,953
Finansal Borçlar	2,607	1,824	1,645	4,584	4,330
Ticari Borçlar	15,642	16,377	17,241	14,723	15,465
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,509	10,018	5,886	7,378	4,159
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,624	6,007	6,237	6,374	6,540
Finansal Borçlar	575	456	343	235	331
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,050	5,551	5,893	6,139	6,210
Özkaynaklar	53,195	52,829	52,210	51,351	51,436
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	53,195	52,829	52,210	51,351	51,436
Toplam Kaynaklar	86,577	87,054	83,218	84,411	81,929
Yatırım Sermayesi (İC)	54,558	54,047	58,095	58,552	59,511
İşletme Sermayesi	9,537	7,182	6,550	9,684	6,842
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	12.8%	10.3%	9.9%	15.4%	12.1%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler)	4,385	4,129	8,465	8,690	8,870
Toplam Borç	3,181	2,280	1,988	4,819	4,660
Net Borç / (Nakit)	-3,688	-4,341	-29	1,034	1,865
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.8	-0.6	0.0	0.3	0.4
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-15,138	-17,012	-18,477	-20,207	-18,245

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.