

KARDEMİR

Nötr

Beklenti üstü net zarar, FAVÖK/ton yıllık %40 düştü, borçluluk arttı

Kardemir, 1Ç25'te 1,48 milyar TL net zarar açıkladı (AK: 254 milyon TL net zarar; Piyasa: 165 milyon TL net zarar). Geçen yılın aynı döneminde şirket 1,15 milyar TL net zarar açıklamıştı. Net satışlar 14,41 milyar TL (AK: 13,78 milyar TL; Piyasa: 13,96 milyar TL) ile yıllık bazda %15 geriledi. FAVÖK 1,11 milyar TL (AK: 940 milyon TL; Piyasa: 1,07 milyar TL) olarak gerçekleşirken, yıllık bazda %44 düşüş kaydedildi. Sevkiyatlar yıllık %13 arttı, bu artışta-%28'lik ham çelik (kütük) hacmi artışı etkili oldu. Net borç 5,05 milyar TL'ye ulaştı; Net Borç/FAVÖK oranı 1,3x'e yükseldi (4Ç24: 0,4x). Artışın temel nedeni, Nakit Dönüşüm Süresi'nde geçen çeyreğe göre yaklaşık 30 günlük artışa paralel olarak Net İşletme Sermayesi/Son 12 Aylık Satışlar oranındaki 9 puanlık yükseliş oldu. Tahminlerimizden sapmaların başlıca nedenleri şunlardır: (i) beklentimizden güçlü sevkiyatlar; (ii) beklentimizden yüksek mamul-hammadde marjı (Delta); (iii) beklentimizden yüksek finansal gider; ve (iv) beklentimizden yüksek vergi gideri.

Yeniden düzenlenmiş FAVÖK yıllık %40 düşüşle 47 USD/t'a geriledi; bu gerilemenin ana nedeni zayıflayan mamul-hammadde marjı (Delta) ve TL bazlı giderlerdeki artış oldu. Karşılaştırılabilirliği artırmak amacıyla, raporlanan temel faaliyet göstergelerini ilgili çeyrek sonlarına geriye endeksleyip dönem sonu USD/TL kuru ile USD'ye çevirerek yeniden düzenledik. Ancak TMS29'un çeyrek içi enflasyon ve stok devir hızı etkileri nedeniyle finansallar üzerindeki etkisi devam etmektedir. Yaklaşımımız, yalnızca dönemler arası enflasyon ve döviz kuru hareketlerinin etkilerini ortadan kaldırmak; TMS29'a özgü çeyrek içi etkileri elimine edememektedir. Yeniden düzenlenmiş verilere göre (bkz. sayfa 2), ortalama satış fiyatı (ASP) yıllık %8 düşüşle 609 USD/ton seviyesine indi; bu, kütük ağırlıklı ürün karması ve fiyatlamada zayıflığın bir sonucudur. Mamul-hammadde marjı (Delta) yıllık %11 düşüşle 200 USD/ton oldu; ASP'deki gerileme, hammadde maliyetlerindeki düşüşe rağmen marjları baskıladı. Sonuç olarak, ton başına FAVÖK yıllık %40 düşerek 47 USD/t seviyesine indi; bunda hem zayıf Delta hem de personel ve genel üretim giderleri gibi TL bazlı giderlerdeki artış etkili oldu.

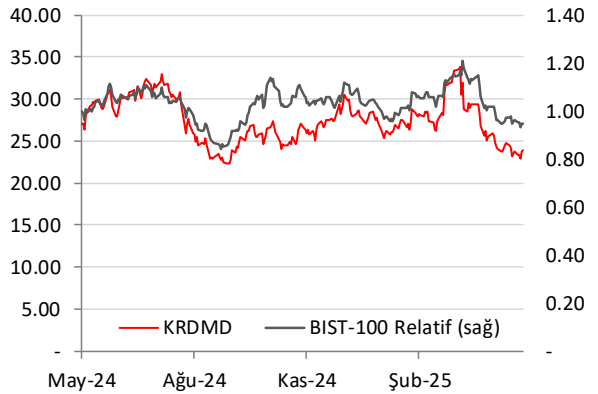
Yorum: Operasyonel sonuçlar genel olarak piyasa beklentisiyle uyumlu olsa da net kâr tarafında belirgin bir negatif sapma gözlemlendi. Nakit dönüşümünde çeyreklik bazda yaklaşık 30 günlük uzama nedeniyle artan borçluluk da dikkat çeken bir diğer konu oldu. Ancak, hissenin son üç ayda BIST-100'e göre %12 negatif ayrışmış olmasını ve şu anki fiyat seviyesinin USD bazında en son 2022 ortalarında (TMS29 öncesi dönemde, ton başına FAVÖK bir çeyrekte 216 USD/t'dan 52 USD/t'a gerilediğinde) görüldüğünü göz önünde bulundurarak, bu zayıf sonuçların büyük ölçüde fiyatlanmış olabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, olası bir negatif piyasa tepkisinin sınırlı kalabileceğini öngörüyoruz.

Değerlendirme: Modelimizi makro varsayımlarımız, kârlılık beklentilerimiz ve güncel net borç bakiyesini yansıtarak güncelledik. USD bazlı risksiz faiz oranı varsayımımızı 10 yıllık vadede 100 baz puan artırdık ve modelimizi bir çeyrek ileriye taşıdık. FAVÖK tahminimizi düşürmemiz ve net borçtaki çeyreklik bazda 3,18 milyar TL yükseliş nedeniyle 12 aylık hedef fiyatımızı 30 TL'ye indirdik (önceki: 38 TL) ve "Nötr" tavsiyemizi koruduk. Değerlememiz, 2025 yılı için 2,3 milyon ton sevkiyat ve TMS29 etkileri hariç 85 USD/ton FAVÖK beklentimiz üzerinden (önceki: 100 USD/t), 4,0x FD/FAVÖK çarpanına dayanmaktadır.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre	
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç
Net Satışlar	14,413	16,860	-15%	14,211	1%
FAVÖK	1,111	1,978	-44%	1,128	-2%
FAVÖK Marjı	7.7%	11.7%	-403 bps	7.9%	-23 bps
Net Kar	-1,481	-1,149	29%	129	-1246%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	30.00 (önceki 38.00)			
Güncel Fiyat, TL	23.98			
Getiri Potansiyeli	25%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	18,710			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	56,500	71,092	82,139	94,268
FAVÖK, mn TL	4,187	6,112	8,843	12,268
Net Kâr, mn TL	-3,031	1,312	2,560	3,552
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	1,865	947	-980	-4,870
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.2	-0.1	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.4%	8.6%	10.8%	13.0%
Net Marj	n.m.	1.8%	3.1%	3.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	9.5%	25.8%	15.5%	14.8%
FAVÖK, y/y	30.4%	46.0%	44.7%	38.7%
Net Kâr, y/y	n.m.	n.m.	95.2%	38.7%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	20.8	10.7	7.7
FD/FAVÖK	7.7	4.6	3.0	1.8
FD/Ciro	0.6	0.4	0.3	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.1%	-16.9%	-12.7%	-11.5%
BIST-100 Relatif	-5.3%	-11.9%	-4.6%	-7.4%
AOİH, mn TL	1,243	1,503	1,412	1,464



Piyasa verileri 9 Mayıs 2025 tarihlidir.

Faaliyet Sonuçları	1Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y	ç/ç
Hacim, çyr (bin ton)	563	546	636	13%	16%
Ham Çelik (Kütük) (bin ton)	220	240	280	28%	17%
Haddelenmiş Çelik (bin ton)	343	307	355	4%	16%
TÜFE, d.sonu	2,139	2,685	2,991	40%	11%
USD/TL, d.sonu	32.26	35.22	37.22	15%	6%
Raporlanan					
Net Satışlar (milyon TL)	16,860	14,211	14,413	-15%	1%
Ham Çelik (Kütük) (milyon TL)	5,608	4,912	5,181	-8%	5%
Haddelenmiş Çelik (milyon TL)	10,206	8,561	8,437	-17%	-1%
Ortalama Satış Fiyatı (TL/t)	29,927	26,008	22,676	-24%	-13%
Ham Çelik (Kütük) (TL/t)	25,549	20,503	18,481	-28%	-10%
Haddelenmiş Çelik (TL/t)	29,750	27,903	23,752	-20%	-15%
Mamul-Girdi Makası (milyon TL)	5,702	4,586	4,728	-17%	3%
Mamul-Girdi Makası (TL/t)	10,121	8,394	7,439	-26%	-11%
FAVÖK (milyon TL)	1,978	1,128	1,111	-44%	-2%
FAVÖK/ton (TL/t)	3,511	2,065	1,747	-50%	-15%
Düzeltilmiş					
Net Satışlar (milyon USD)	374	362	387	4%	7%
Ham Çelik (Kütük) (milyon USD)	124	125	139	12%	11%
Haddelenmiş Çelik (milyon USD)	226	218	227	0%	4%
Ortalama Satış Fiyatı (USD/t)	664	663	609	-8%	-8%
Ham Çelik (Kütük) (USD/t)	567	522	497	-12%	-5%
Haddelenmiş Çelik (USD/t)	660	711	638	-3%	-10%
Mamul-Girdi Makası (milyon USD)	126	117	127	0%	9%
Mamul-Girdi Makası (USD/t)	224	214	200	-11%	-7%
FAVÖK (milyon USD)	44	29	30	-32%	4%
FAVÖK/ton (USD/t)	78	53	47	-40%	-11%

* Tutarlar, ilgili çeyrek sonlarına endekslenmiş ve ilgili dönem sonu USD/TL kurları kullanılarak USD'ye çevrilmiştir. TMS29 metodolojisi gereği, çeyrek içi endekslemeler de sonuçlara etki etmektedir (örneğin, satışlar ve/veya satışların maliyeti çeyrek sonlarına endekslenmektedir) ve enflasyon, geli/gider kalemlerinin muhasebeleştirilme dönemleri ve stok devir hızı gibi faktörlerden kaynaklanan parasal kazanç/kayıpları ayrı olarak tespit edip düzeltme imkanımız

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet, Şirket Verileri

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	16,860	14,096	17,018	14,211	14,413	76,812	59,738
Brüt Kar	1,617	266	601	876	716	5,929	2,459
Operasyonel Giderler	285	285	321	327	301	1,022	1,233
Faaliyet Karı	1,332	-19	280	549	415	4,907	1,225
FAVÖK	1,978	607	895	1,128	1,111	7,508	3,741
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-1,883	-651	-1,069	-51	-907	-4,836	-2,678
Vergi Öncesi Kar	-551	-671	-788	498	-491	71	-1,453
Vergi Geliri / (Gideri)	-598	-458	-347	-368	-990	3,705	-2,163
Vergi Sonrası Net Kar	-1,149	-1,128	-1,135	129	-1,481	3,776	-3,616
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-1,149	-1,128	-1,135	129	-1,481	3,776	-3,616
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	-23.6%	-21.3%	-18.8%	-32.6%	-14.5%		-22.2%
Operasyonel Giderler	29.6%	23.3%	25.1%	31.2%	5.5%		20.7%
Faaliyet Karı	-226.6%	-100.6%	-445.6%	153.2%	-68.8%		-75.0%
FAVÖK	-560.1%	-85.1%	69.5%	21.4%	-43.9%		-50.2%
Net Kar	-52.2%	-397.2%	-33.8%	-97.9%	28.9%		-195.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Brüt Kar Marjı	9.6%	1.9%	3.5%	6.2%	5.0%	7.7%	4.1%
Operasyonel Gider Marjı	1.7%	2.0%	1.9%	2.3%	2.1%	1.3%	2.1%
Faaliyet Kar Marjı	7.9%	-0.1%	1.6%	3.9%	2.9%	6.4%	2.1%
FAVÖK Marjı	11.7%	4.3%	5.3%	7.9%	7.7%	9.77%	6.26%
Efektif Vergi Oranı	-108.5%	-68.3%	-44.0%	74.0%	-201.6%	-5206.9%	-148.9%
Net Kar Marjı	-6.8%	-8.0%	-6.7%	0.9%	-10.3%	4.9%	-6.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	0.1%	1.0%	1.9%	1.4%	0.9%	5.1%	1.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.4%	-41.4%	-1.9%	25.0%	-15.1%	5.0%	-8.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	8.6%	-43.8%	-6.9%	15.2%	-20.4%	4.5%	-13.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	88%	-963%	-37%	314%	-196%	52%	-128%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.7%	2.3%	4.9%	10.0%	4.3%	2.1%	5.4%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	0.6%	-34.9%	1.8%	-2.1%	-22.1%	-1.0%	-13.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,750	-5,843	-328	3,548	-2,180	3,877	-4,803
Düzeltilme Öncesi Kar	-1,149	-1,181	-1,135	129	-1,481	3,776	-3,669
Amortisman ve İtfa Payları	646	626	615	580	695	2,600	2,516
İşletme Sermayesindeki Değişim	97	-4,917	300	-302	-3,180	-764	-8,099
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,156	-371	-107	3,141	1,786	-1,735	4,450
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-299	-330	-845	-1,386	-757	-432	-3,318
Sabit Sermaye Yatırımları	-292	-317	-840	-1,426	-616	-1,640	-3,200
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-7	-13	-5	40	-141	1,209	-118
Serbest Nakit Akımı	1,451	-6,173	-1,173	2,162	-2,937	3,446	-8,121
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-593	-46	3,111	133	2,766	-2,650	5,963
Finansal Borçlardaki Değişim	-710	-108	3,119	-125	2,637	-2,422	5,523
Temettü	0	0	0	0	0	-568	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	117	62	-8	258	129	340	440
Çevrim Farkları	0	0	0	-3,355	0	-3,208	-3,355
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	858	-6,219	1,938	-1,060	-171	-2,412	-5,512

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25
Dönen Varlıklar	40,873	36,968	38,025	34,436	32,610
Nakit ve Nakit Benzerleri	7,278	2,198	4,136	3,076	2,595
Finansal Yatırımlar	9	22	31	1	156
Ticari Alacaklar	7,045	5,605	7,710	5,196	6,088
Stoklar	18,884	20,580	19,153	19,355	18,396
Diğer Dönen Varlıklar	7,666	8,585	7,027	6,809	5,532
Duran Varlıklar	54,941	54,624	54,879	55,737	55,677
Finansal Yatırımlar	7	7	5	5	5
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	156	244	261	274	283
Maddi Duran Varlıklar	54,174	53,865	54,095	54,921	54,820
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	289	284	279	288	296
Diğer Duran Varlıklar	315	224	239	250	273
Toplam Varlıklar	95,814	91,592	92,905	90,174	88,287
Kısa Vadeli Yükümlülükler	31,058	27,264	29,371	26,363	24,171
Finansal Borçlar	2,008	1,810	5,046	4,765	6,577
Ticari Borçlar	18,024	18,976	16,205	17,021	12,043
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,026	6,478	8,121	4,577	5,552
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,611	6,864	7,016	7,199	9,048
Finansal Borçlar	502	378	259	364	1,220
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,110	6,486	6,757	6,835	7,828
Özkaynaklar	58,145	57,464	56,518	56,612	55,068
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	58,145	57,464	56,518	56,612	55,068
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	95,814	91,592	92,905	90,174	88,287
Yatırım Sermayesi (IC)	59,486	63,940	64,444	65,500	68,098
İşletme Sermayesi	7,905	7,209	10,658	7,530	12,440
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	10%	10%	15%	12.1%	20.8%
Toplam Borç	2,509	2,188	5,304	5,129	7,797
Net Borç / (Nakit)	-4,778	-32	1,138	2,052	5,046
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.6	0.0	0.3	0.4	1.3
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-18,724	-20,337	-22,240	-20,081	-18,654

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.