

KARDEMİR

Endeks Üzerinde Getiri

Zayıf FAVÖK'e Rağmen Güçlü Serbest Nakit Akımı

Analistler: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Kardemir 2023 finansal sonuçlarını TMS29'a göre düzeltilmiş olarak açıklarken, düzeltilmemiş sonuçlarını ayrıca paylaşmamıştır; dolayısıyla tüm finansal karşılaştırmalar reel bazdadır. Düzeltilmiş finansal sonuçlara göre şirket 2023 yılında 1,58 milyar TL net kar elde etti (y/y: +%43). Net satışlar 51,62 milyar TL olarak gerçekleşti (y/y: -%5). Kardemir 3,21 milyar TL FAVÖK açıkladı (y/y: -%37). FAVÖK marjı geçen yılki %9,4 seviyesinden %6,2'ye geriledi (2022 düzeltilmemiş: %15,8). Buna karşın, parasal kazanç yıllık bazda %16 artışla 2,91 milyar TL oldu. Şirket, 2023 yılında ağırlıklı olarak TMS29 düzeltmeleri kaynaklı 1,88 milyar TL (2022: 1,24 milyar TL) ertelenmiş vergi geliri elde etmiştir.

Satış hacmi 2023'te yıllık bazda %15 arttı. Kardemir 2023 yılında toplam 2,36 milyon ton satış hacmine ulaştı (2022: 2,06 milyon ton). 4Ç23 sevkiyatları geçen yılki 548 bin tonun %24 üzerinde 677 bin ton olarak gerçekleşti.

TMS29 düzeltmeleri FAVÖK/ton üzerinde baskı yarattı. Kardemir'in faaliyet verileri 2023 yılında 46 ABD\$/ton düzeltilmiş FAVÖK'e işaret ederken, bu rakam geçen yılki 84 ABD\$/ton'a kıyasla 38 ABD\$/ton (-%45) daha düşüktür. Nihai mamul fiyatı ile hammadde ve ticari mal maliyeti arasındaki makas yıllık bazda 48 ABD\$/ton (-%26) daralırken, genel üretim maliyeti 11 ABD\$/ton (-%19) azaldı. 2023 yılında personel giderleri 2 ABD\$/ton artarken, diğer nakit maliyetler 1 ABD\$/ton azaldı. Şirketin düzeltilmemiş FAVÖK'ünün 2022 yılında 126 ABD\$/ton olduğunu, 10 yıllık ortalama düzeltilmemiş FAVÖK'ünün ise 109 ABD\$/ton seviyesinde olduğunu hatırlatmak isteriz. Şirket henüz 2023 yılı için düzeltilmemiş finansal verilerini açıklamadığından, faaliyet performansını ölçmek için karşılaştırılabilir verilere sahip değiliz; ancak tahminimiz şirketin düzeltilmemiş FAVÖK'ünün 2023 yılında 110 ABD\$/ton seviyesinde olduğu yönündedir.

Düzeltilmiş faaliyet nakit akışı, daha iyi stok yönetimi ve tahsilatlar sayesinde 4,57 milyar TL olarak gerçekleşti. Kardemir, 2023 yılında net işletme sermayesini düşürerek 5,47 milyar TL nakit girişi sağladı.

Düzeltilmiş yatırım harcamaları 2023'te yıllık bazda %9 azaldı. Kardemir, 2023 yılında bir önceki yıla göre %9 düşüşle 1,44 milyar TL (49 milyon ABD\$) yatırım harcaması bildirdi.

Net nakit 2023 yılında 2,55 milyar TL'ye ulaştı (2022: 975 milyon TL net borç). Daha düşük FAVÖK'e rağmen, daha iyi net işletme sermayesi yönetimi ve daha düşük yatırım harcamaları 2023 yılında 2,55 milyar TL net nakit rezervi birikmesine katkıda bulundu.

Yorum: Düzeltilmiş finansal sonuçlara olumsuz bir piyasa tepkisi beklerken, 2023 yılında düzeltilmemiş FAVÖK'ün tahminimize paralel olarak 110 ABD\$/ton seviyesinde gerçekleşmiş olduğunu tahmin ediyoruz. Düzeltilmemiş finansal sonuçlara ilişkin detayları bugün yayınlanacağını düşündüğümüz yatırımcı sunumunda görmeyi bekliyoruz. Modelimizi enflasyon düzeltmelerine göre güncelleyeceğiz.

Bloomberg Kodu	KRDMD TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	44.00
Güncel Fiyat, TL	26.02
Getiri Potansiyeli	69%
Halka Açıklık Oranı	89%
Piyasa Değeri, mn TL	20,301
Firma Değeri, mn TL	18,553

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
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

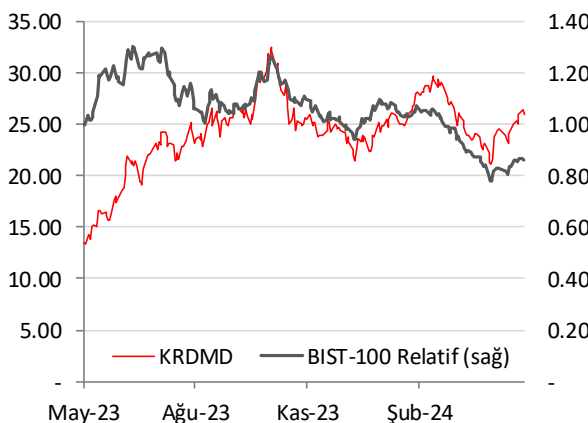
Borçluluk	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	-2,555	3,075	1,623	513
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.3	0.1	0.0

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%	2.9%	5.5%	9.6%

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	7.3	4.7	3.7
FD/FAVÖK	7.0	3.5	2.8	2.3
FD/Ciro	0.4	0.5	0.5	0.4

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	12.2%	-2.9%	75.4%	9.5%
BİST-100 Relatif	2.1%	-18.1%	-19.3%	-18.6%
AOİH, mn TL	1,237	1,497	1,993	1,443



Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar		
	TMS29 Sonrası		
	12A23	12A22	y/y
Net Satışlar	51,621	54,168	(5%)
FAVÖK	3,210	5,105	(37%)
FAVÖK Marjı	6.2%	9.4%	(320bps)
Parasal Kazanç / (Kayıp)	2,911	2,503	16%
Net Kar	1,588	1,108	43%

Kümüle Finansallar									
Dönem	Net Satışlar (mn ABD\$)	FVÖK (mn ABD\$)	FAVÖK (mn ABD\$)	Net Kar (mn ABD\$)	Brüt Yat. Harc. (mn ABD\$)	Amortisman (mn ABD\$)	Net Yat. Harc. (mn ABD\$)	NİS (mn ABD\$)	Satış Hacmi (bin ton)
Düzeltilmemiş									
12A13	952	123	173	53	254	50	204	272	1,555
12A14	1,000	183	241	151	295	58	238	352	1,733
12A15	819	41	78	(8)	215	37	177	91	1,935
12A16	773	62	104	(41)	69	42	28	169	2,064
12A17	1,089	163	201	69	35	38	(3)	98	2,326
12A18	1,158	336	366	169	75	30	44	223	2,199
12A19	1,071	79	115	14	96	35	61	46	2,243
12A20	1,072	146	178	9	49	32	17	(66)	2,372
12A21	1,657	521	548	432	33	28	6	(99)	2,301
12A22	1,652	240	261	131	57	21	36	132	2,065
Ortalama	1,124	189	226	98	118	37	81	122	2,079
Düzeltilmiş									
12A22	1,843	122	174	38	54	51	3	262	2,065
12A23	1,756	54	109	54	49	55	(6)	117	2,365
Birim Ekonomisi									
Dönem	Net Satışlar (mn ABD\$)	FVÖK (mn ABD\$)	FAVÖK (mn ABD\$)	Net Kar (mn ABD\$)	Brüt Yat. Harc. (mn ABD\$)	Amortisman (mn ABD\$)	Net Yat. Harc. (mn ABD\$)	NİS (mn ABD\$)	Satış Hacmi (bin ton)
Düzeltilmemiş									
12A13	613	79	111	34	163	32	131	175	1,555
12A14	577	106	139	87	170	33	137	203	1,733
12A15	423	21	40	(4)	111	19	92	47	1,935
12A16	374	30	50	(20)	34	20	13	82	2,064
12A17	468	70	87	30	15	17	(1)	42	2,326
12A18	527	153	166	77	34	14	20	101	2,199
12A19	477	35	51	6	43	16	27	21	2,243
12A20	452	61	75	4	20	13	7	(28)	2,372
12A21	720	226	238	188	14	12	2	(43)	2,301
12A22	800	116	126	63	28	10	17	64	2,065
Ortalama	541	91	109	47	57	18	39	59	2,079
Düzeltilmiş									
12A22	892	59	84	18	26	25	1	127	2,065
12A23	742	23	46	23	21	23	(3)	49	2,365

	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Gelir Tablosu			
Satış Gelirleri	27,397	54,168	51,621
Brüt Kar	4,269	4,177	2,189
Operasyonel Giderler	290	578	602
Faaliyet Karı	3,979	3,599	1,587
Amortisman ve İtfa Payları	345	1,506	1,623
FAVÖK	4,324	5,105	3,210
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,445)	(310)	(1,477)
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	(1,129)	(1,249)	(4,628)
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	25	18	42
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	187	417	52
Finansal Gelir / (Gider)	(528)	(1,999)	146
Monetary Gain / (Loss)	-	2,503	2,911
Vergi Öncesi Kar	2,533	3,289	111
Vergi Geliri / (Gideri)	(359)	(2,181)	1,477
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(453)	(932)	(411)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	94	(1,249)	1,888
Vergi Sonrası Net Kar	2,174	1,108	1,588
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-	-	-
Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)
Net Kar	2,174	1,108	1,588
	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Büyüme (Yıllık)			
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	(4.7%)
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	4.1%
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	(55.9%)
FAVÖK	n.m.	n.m.	(37.1%)
Net Kar	n.m.	n.m.	43.3%
	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Karlılık / Rasyo Analizi			
Brüt Kar Marjı	15.6%	7.7%	4.2%
Operasyonel Gider Marjı	1.1%	1.1%	1.2%
Faaliyet Kar Marjı	14.5%	6.6%	3.1%
FAVÖK Marjı	15.8%	9.4%	6.2%
Efektif Vergi Oranı	14.2%	66.3%	n.m.
Net Kar Marjı	7.9%	2.0%	3.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	n.m.	n.m.	8.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	n.m.	n.m.	6.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	n.m.	n.m.	142.3%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.4%	2.9%	2.8%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	15.4%	17.5%	(10.6%)

	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Nakit Akım Tablosu			
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(1,782)	(8,182)	4,570
Düzeltilme Öncesi Kar	2,174	1,108	1,588
Amortisman ve İtfa Payları	345	1,506	1,623
İşletme Sermayesindeki Değişim	(4,210)	(9,465)	5,474
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(92)	(1,331)	(4,115)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(760)	(1,186)	(1,400)
Sabit Sermaye Yatırımları	(944)	(1,594)	(1,448)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	184	408	48
Serbest Nakit Akımı	(2,543)	(9,368)	3,169
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(923)	(2,015)	(1,529)
Finansal Borçlardaki Değişim	(820)	(1,356)	(1,387)
Temettü	(902)	(2,053)	(358)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	799	1,394	216
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	(3,465)	(11,383)	1,640
	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Bilanço			
Dönen Varlıklar	16,421	30,693	25,215
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,891	3,116	4,757
Finansal Yatırımlar	2	4	1
Ticari Alacaklar	4,192	6,907	5,157
Stoklar	7,945	16,724	12,283
Diğer Dönen Varlıklar	2,391	3,942	3,017
Duran Varlıklar	10,219	34,953	34,751
Finansal Yatırımlar	0	4	4
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	42	70	104
Maddi Duran Varlıklar	9,996	34,499	34,304
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	41	168	188
Diğer Duran Varlıklar	140	211	149
Toplam Varlıklar	26,640	65,646	59,965
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,632	22,199	19,226
Finansal Borçlar	1,146	3,250	1,805
Ticari Borçlar	7,657	12,617	10,834
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,829	6,332	6,586
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,546	6,841	3,895
Finansal Borçlar	1,340	846	398
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,207	5,995	3,497
Özkaynaklar	11,461	36,606	36,844
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	11,461	36,606	36,844
Ödenmiş Sermaye	1,140	1,140	1,140
Rezerv ve Diğer Kalemler	3,947	10,516	9,564
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	4,200	23,842	24,551
Dönem Net Karı / (Zararı)	2,174	1,108	1,588
Azınlık Payları	(0)	(0)	(0)
Toplam Kaynaklar	26,640	65,646	59,965
Yatırım Sermayesi (İC)	13,260	43,577	37,787
İşletme Sermayesi	4,479	11,014	6,605
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	n.m.
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	3,041	8,623	3,036
Toplam Borç	2,485	4,095	2,203
Net Borç / (Nakit)	592	975	(2,555)
Net Borç / Son 12A FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	0.0	(0.1)
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(10,152)	(16,727)	(10,485)

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.