

Orta Vadeli Katalistler: **i)** Çin'in yeşil dönüşüm gündemi kapsamında önümüzdeki yıllarda 50mn tona kadar eski veya verimsiz çelik kapasitesini kademeli olarak devre dışı bırakmaya başlayabileceğine dair ön sinyaller olsa da, günümüz itibarıyla somut uygulama sınırlı kalmaktadır. Ayrıca, Çin'in altyapı ve inşaat sektörlerinde durağanlıktan daha iyimser bir görünüme kayış yaşanması halinde, hızlı bir hisse fiyatı toparlanması gündeme gelebilir. Bununla birlikte, böyle bir senaryoyu 1Y26 öncesinde olası görmüyoruz. **ii)** Ticaret Bakanlığı, Dahilde İşleme Rejimi'nde (DİR) bir revizyon yaparak, Dahilde İşleme İzin Belgeleri'nin (DİİB) geçerlilik sürelerini kısaltmış ve ihracatta kullanılacak ürünlerde asgari %25 yurtiçi tedarik şartı getirmiştir. Bu düzenleme, ithalattan kaynaklı haksız rekabeti sınırlarken, yerli çelik üreticileri için talebi destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. **iii)** Şirket halihazırda yıllık ~100 bin ton ray üretim kapasitesiyle faaliyet göstermekte olup, 2025 sonrasında nispeten mütevazı bir yatırım programıyla bu kapasitenin ikiye katlanması beklenmektedir. 2025 yılında Kardemir'in, Ankara-İzmir Yüksek Hızlı Tren Projesi kapsamında 15 bin ton ray satış sözleşmesi imzaladığını not etmek gerekir. Açıklanan yatırım programının zamanlaması, aşamaları ve finansal etkisine ilişkin sınırlı kamuoyu bilgilendirmesi olduğundan, modelimizde bu yatırımlara ilişkin herhangi bir varsayım (gelir, marj, yatırım harcaması, işletme sermayesi veya vergi kalemlerinde) dikkate alınmamıştır.

Orta Vadeli Riskler: 2025 yılında küresel talepte ~%1,2 yıllık artışla 1,77 milyar tona ulaşacak hafif bir toparlanma beklenmektedir. Ancak bu öngörünün Dünya Çelik Birliği'nin "Kısa Vadeli Görünüm (Eki24)" raporuna dayandığını, Nis25 güncellemesinin ise ertelendiğini belirtmek gerekir. Toparlanmanın Çin dışı pazarlarda, özellikle de 2025 tüketiminin ~%8 yıllık artış göstermesi beklenen Hindistan'da, süregelen altyapı yatırımları ve sanayi genişlemesi sayesinde daha belirgin olması öngörülmektedir. Bununla birlikte, ertelenen kapasite devreye alımları ve Çin'in rekor seviyedeki ihracatı (2024: 110,7 mn ton) nedeniyle arz fazlası riskleri sürmekte olup, bu durum fiyat toparlanmasını sınırlandırabilir.

Değerleme: Adil değer tahminimizi 30,32TL'den 32,06TL'ye sınırlı yukarı revize ettik; ancak, Haz25'teki son güncellememizden bu yana hissenin %18 nominal ve BIST100'e göre %7 relatif getiri sağlaması sonrasında yukarı potansiyelin sınırlı kalması nedeniyle tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"ye düşürüyoruz (önceki: Endeksin Üzerinde Getiri). Hisse 2025T 5,3x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir; bu figür 5 yıllık ortalama çarpanına göre %37 primli, ancak 10 yıllık ortalamasına göre ~%17 iskonto seviyesindedir.

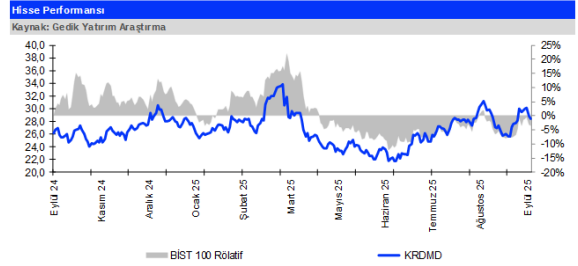
milyon TL	2023*	2024*	2025T	2025T	2025T	2025T
Net Satışlar	74.529	56.500	66.972	89.277	114.600	146.501
FAVÖK	4.633	4.187	6.442	10.025	14.043	19.653
Net Kar	2.293	-3.031	1.344	3.555	5.407	10.215
Brüt Kar Marjı	4,2%	5,4%	7,3%	9,8%	11,3%	12,9%
FAVÖK Marjı	6,2%	7,4%	9,6%	11,2%	12,3%	13,4%
Net Kar Marjı	3,1%	-5,4%	2,0%	4,0%	4,7%	7,0%
F/K (x)	11,0	-10,1	22,8	8,6	5,7	3,0
PD/DD (x)	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
FD/FAVÖK (x)	4,6	7,8	5,3	3,2	2,1	1,2
FD/Satışlar (x)	0,3	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2
Özsermaye Karlılığı	4,3%	-5,9%	2,0%	5,1%	7,2%	12,0%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%

KARDEMİR (D)

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

Şirket Raporu				
Hisse Bilgileri				
Sektör	DEMİR, ÇELİK TEMEL			
Bloomberg / Reuters Kodu	KRDMD.TI / KRDMD.IS			
Fiyat (TL/hisse)	28,42			
Hedef Fiyat (TL/hisse)	32,06			
Potansiyel Getiri	13%			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	21,74-33,86			
Piyasa Değeri (milyon TL)	22.174			
Firma Değeri (milyon TL)	26.874			
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	19.735			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	780			
Dolaşımdaki Paylar	%89			
Yabancı Oran (Dolaşımdaki Pay %)				
En Son	%1,9			
3 Ay Önce	%1,9			
İşlem Hacmi				
	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	106.077	72.733	59.828	54.339
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	3.168.476	2.066.313	1.653.253	1.457.761
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	28,42-30,20	25,58-30,20	22,72-31,18	21,74-33,86
Hisse Performansı				
	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%3	%25	-%3	%6
BİST-100'e Göre RÖlatif Getiri	-%1	%6	-%15	-%6
Ortaklık Yapısı				
Taner Horoz	%73			
Halka Açık	%27			
Şirket Özeti				

Şirketin faaliyet konusu her çeşit ham demir ve çelik mamullerinin kok ve kok yan ürünlerinin imali ve satışlarıdır.



Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

Tablo 5: Değerleme - Kardemir

Kardemir - İNA Analizi (mn TL)	2023*	2024*	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Hasılat	74.529	56.500	66.972	89.277	114.600	146.501	177.793	210.748	245.349	280.363	317.128	356.889
Büyüme (%)	n.m	-24,2%	18,5%	33,3%	28,4%	27,8%	21,4%	18,5%	16,4%	14,3%	13,1%	12,5%
FAVÖK	4.633	4.187	6.442	10.025	14.043	19.653	24.390	29.399	34.580	39.997	45.837	52.288
Marj (%)	6,2%	7,4%	9,6%	11,2%	12,3%	13,4%	13,7%	14,0%	14,1%	14,3%	14,5%	14,7%
FVÖK	2.292	1.946	3.607	7.089	10.973	16.411	20.929	25.671	30.852	36.269	42.109	48.560
Kaldıraçsız Vergiler	2.133	-1.609	-721	-1.418	-2.195	-3.282	-4.186	-5.134	-6.170	-7.254	-8.422	-9.712
Teorik Etkatif Vergi Oranı (%)	93%	-83%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
	0%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VSNİK	4.425	337	2.886	5.671	8.779	13.129	16.743	20.537	24.682	29.015	33.687	38.848
VSNİK Marjı	5,9%	0,6%	4,3%	6,4%	7,7%	9,0%	9,4%	9,7%	10,1%	10,3%	10,6%	10,9%
Yatırım Harcamaları	-2.144	-2.783	-2.511	-3.348	-4.298	-5.494	-6.667	-7.903	-9.201	-10.514	-11.892	-13.383
Amortisman	2.342	2.241	2.836	2.936	3.070	3.242	3.462	3.728	3.728	3.728	3.728	3.728
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1.477	-2.695	3.265	3.366	3.822	4.814	4.722	4.973	5.222	5.284	5.548	6.000
Serbest Nakit Akımı (SNA)	0	0	-55	1.893	3.730	6.063	8.815	11.389	13.988	16.946	19.975	23.192
AOSM			36,0%	31,6%	28,5%	26,4%	24,6%	23,0%	22,4%	22,0%	21,4%	21,0%
İskonto Faktörü		1,00	0,74	0,56	0,43	0,34	0,28	0,22	0,18	0,15	0,12	0,10
İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)			-41	1.058	1.622	2.085	2.433	2.556	2.565	2.547	2.473	2.374
SNA'nın Net Bugünkü Değeri	19.672											
Sonsuz Büyüme Oranı	10,0%											
Sonsuz Değerin Net Bugünkü Değeri	23.763											
Operasyonların Net Bugünkü Değeri	43.435											
Net Borç	6.867											
Azınlık Payları	0											
İNA'dan Gelen Özsermaye Değeri	25.013											
Piyasa Değeri	22.174											
Hisse Başı Adil Değer (TL)	32,06											
Hisse Fiyatı (TL)	28,42											
Potansiyel Getiri	13%											

* 2023 ve 2024 figürleri Ara24 alım gücüne göre düzeltilmiştir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

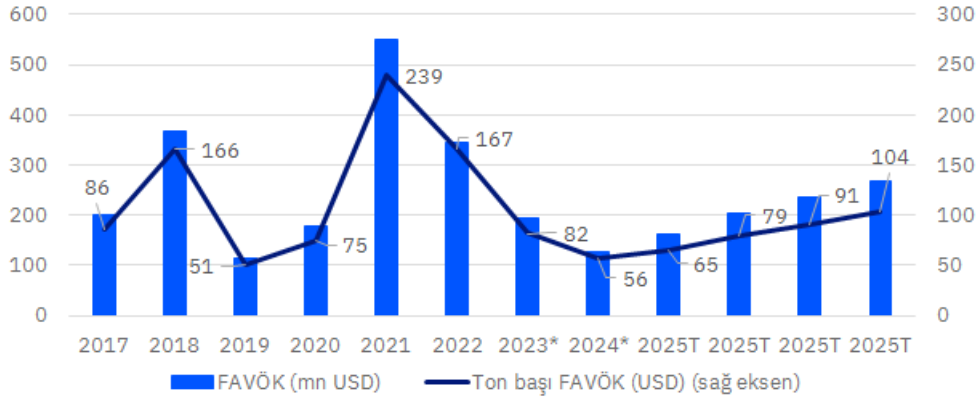
2025–2027 döneminde satış hacimlerinde sırasıyla yaklaşık %10 (önceki: %5), %3 (önceki: %2) ve %1 (korundu) artış öngörüyoruz. Bu revizyon, talep ortamında kademeli normalleşme beklentimize dayanmaktadır. Buna göre toplam satış hacminin 2026 itibarıyla yaklaşık 2,6 mn ton (önceki: 2,5 mn ton) seviyesine ulaşması beklenmektedir. USD bazlı ürün fiyatı varsayımlarımız ise aynı dönem için sırasıyla %10 düşüş (önceki: %-3), %5 artış (önceki: %2) ve %5 artış (önceki: %2) yönündedir. 2026 sonrasına ilişkin olarak, modelimizin geri kalanında hacim ve fiyat varsayımlarını temkinli şekilde yatay kabul ediyoruz. **Yatırım Döngüsü:** Kardemir, önümüzdeki 4–5 yıllık dönemi kapsayan 1,5 milyar ABD doları tutarında CapEx yol haritasıyla yeni bir yatırım döngüsüne girmektedir. Bu plan, şirketin önceki düşük profilli yatırım yaklaşımından belirgin bir sapma niteliği taşımaktadır; zira 3,0 mn ton sıvı çelik üretim hedefi geçmişte büyük ölçekli yatırımlar gerektirmeden erişilebilir durumdaydı. Yeni strateji, daha yüksek katma değerli yassı ve uzun ürün hatlarına genişlemeyi, bunun yanı sıra sürdürülebilirlik ve dijitalleşmeye yönelik özel yatırımları içermektedir. Planlanan CapEx'in anlamlı bir bölümü yeşil çelik girişimlerine yönlendirilecektir; böylelikle şirket, AB karbon düzenlemeleri ve daha geniş ESG standartlarıyla uyumlu konuma gelecektir. Önceki açıklamalarda herhangi bir spesifik karbon azaltım projesi yer almazken, güncel yol haritası çevresel dönüşümü açıkça önceliklendirmektedir. Özellikle, tel çubuk haddehanesinde gerçekleştirilecek boyutlandırma ve bloklama teknolojisi yatırımı, ürün kârlılığını desteklemesi ve daha yüksek marjlı üretime kademeli geçiş sağlaması açısından dikkat çekmektedir. Ayrıca Kardemir, stratejik altyapı tedarik zincirindeki rolünü güçlendirmek amacıyla demiryolu sistemleri kapasitesini artırmayı hedeflemektedir. **Değerlendirme:** Bu ileriye dönük girişimlerin, şirketi yalnızca hacim odaklı bir üretici kimliğinden çıkararak; teknoloji entegre, çevresel uyumlu, düzenleyici ve fiyat döngülerine karşı daha dayanıklı bir konuma taşıması beklenmektedir. *Ancak, duyurulan yatırım programına ilişkin zamanlama, etaplama ve finansal etki konusunda kamuya açıklanan verilerin sınırlı olması nedeniyle, modelimizde gelir, marj, yatırım harcaması, işletme sermayesi veya vergi kalemleri üzerinde herhangi bir varsayım yapmadık.* Bakım yatırımlarını gelirlerin %2'si seviyesinde (tarihsel ortalama: %3,8) kabul ediyoruz. Modelimiz raporlama para birimi olan TL bazında hazırlanmış olup, uzun vadeli enflasyon/tahvil getirisi beklentilerimizle uyumlu olarak %10 terminal büyüme oranı uygulamaktayız.

Tablo 6: Finansallar – Kardemir (TL)

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023*	2024*	2025T	2025T	2025T	2025T
Net Satışlar	74.529	56.500	66.972	89.277	114.600	146.501
Satışların Maliyeti	-71.368	-53.447	-62.053	-80.529	-101.612	-127.660
Brüt Kar	3.161	3.053	4.918	8.748	12.988	18.840
Faaliyet Giderleri	-869	-1.106	-1.311	-1.659	-2.015	-2.429
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler, net	-6.681	-3.007	-2.230	-2.900	-3.992	-4.285
Faaliyet Gelirleri	-4.389	-1.061	1.377	4.189	6.982	12.126
FAVÖK	4.633	4.187	6.442	10.025	14.043	19.653
Finansal Gelir, net	285	-1.053	-734	-805	-297	553
Vergi Gideri	2.133	-1.609	-448	-889	-1.352	-2.554
Net Kar	2.293	-3.031	1.344	3.555	5.407	10.215
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	2.293	-3.031	1.344	3.555	5.407	10.215
Pay Başına Kazanç	2,94	-3,89	1,72	4,56	6,93	13,09
Pay Başına Temettü	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,62
Büyüme Oranları	2023*	2024*	2025T	2025T	2025T	2025T
Satış	38%	-24%	19%	33%	28%	28%
FAVÖK	-19%	-10%	54%	56%	40%	40%
Net Kar	107%	-232%	-144%	164%	52%	89%
Bilanço (milyon TL)	2023*	2024*	2025T	2025T	2025T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.870	2.796	3.760	5.459	7.961	12.193
Ticari Alacaklar	7.445	4.721	5.520	7.358	9.445	12.074
Stoklar	17.734	17.585	18.348	24.459	31.397	40.137
Maddi Duran Varlıklar	49.528	49.899	65.018	65.430	66.658	68.910
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32	34	37	39	42	45
Diğer Varlıklar	4.962	6.888	6.299	6.296	6.293	6.290
Toplam Varlıklar	86.571	81.924	98.982	109.042	121.797	139.650
Finansal Borçlar	3.181	4.660	7.172	7.172	7.172	5.672
Ticari Borçlar	16.056	15.788	14.107	18.715	23.944	30.527
Diğer Yükümlülükler	14.139	10.040	12.012	13.909	16.028	18.583
Özkaynaklar	53.195	51.436	65.691	69.246	74.654	84.869
Net Borç / (Nakit)	(3.688)	1.865	3.412	1.713	(790)	(6.521)
Finansal Göstergeler	2023*	2024*	2025T	2025T	2025T	2025T
Özsermaye Karlılığı	4,3%	-5,9%	2,0%	5,1%	7,2%	12,0%
FAVÖK Marjı	6,2%	7,4%	9,6%	11,2%	12,3%	13,4%
Net Kar Marjı	3,1%	-5,4%	2,0%	4,0%	4,7%	7,0%
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,8	0,4	0,5	0,2	-0,1	-0,3
KV Borçlar / Toplam Borçlar	81,9%	92,9%	90,6%	69,7%	72,5%	65,2%
Sermaye / Toplam Varlıklar	61,4%	62,8%	66,4%	63,5%	61,3%	60,8%
Cari Oran (x)	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	0%	0%	20%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

Tablo 7: Tarihsel ve Varsayımsal ton başı FAVÖK figürleri



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri, Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet,

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.