

Kardemir

Beklentilerin Altında FAVÖK...

Osman Furkan Özdemir
Analist
oozdemir@sekeryatirim.com

Kardemir (KRDMD), enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 2Ç26'da 5.949mn TL net kâr açıklamıştır. Açıklanan net kâr, beklentimiz olan 6.589mn TL'nin %9,7 altında, piyasa medyan beklentisi olan 5.508mn TL'nin ise %8,0 üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket, 2Ç25'te 1.739mn TL net kâr açıklamıştı. Net kârdaki yıllık %242,2'lik artışın belirleyicisi vergi tarafı olmuştur: 4 Haziran 2026'da yayımlanan 7582 sayılı Kanun ile sanayi sicil belgesine sahip üreticiler için kurumlar vergisi oranının 2027'den itibaren %25'ten %12,5'e indirilmesi, ertelenmiş vergi yükümlülüğünün yeniden ölçülmesi yoluyla 5.080mn TL'lik tek seferlik vergi geliri yaratmıştır. Bu etkiyle çeyrekte kaydedilen ertelenmiş vergi geliri 4.920mn TL'ye ulaşmış, 2Ç25'teki 1.031mn TL seviyesinin belirgin şekilde üzerine çıkmıştır. Şirket'in net parasal pozisyon kazancı 2Ç25'teki 539mn TL seviyesinden 2Ç26'da 487mn TL'ye gerilerken, finansman giderlerinin 433mn TL'den 181mn TL'ye düşmesi net kârı desteklemiştir.

Kardemir'in 2Ç26 net satış gelirleri yıllık bazda %7,7, çeyreklik bazda %25,6 artışla 20.792mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satış gelirleri 20.792mn TL olan beklentimize paralel açıklanırken, 20.389mn TL olan piyasa medyan beklentisinin %2,0 üzerinde gerçekleşmiştir. Satış gelirlerindeki artışta güçlü satış hacmi etkili olmuştur. Şirket'in solo esas ürün satış hacmi 2Ç26'da yıllık bazda %16,4 artarak 699,4 bin tona yükselmiştir. Ürün kırılımında ham çelik (kütük) satış hacmi yıllık bazda %36,3 artışla 326,6 bin tona, haddelenmiş çelik satış hacmi ise %3,2 artışla 372,8 bin tona ulaşmıştır.

Şirket'in FAVÖK rakamı 2Ç26'da 2.548mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Açıklanan FAVÖK, 2.751mn TL olan beklentimizin %7,4, 2.698mn TL olan piyasa medyan beklentisinin ise %5,6 altında kalmıştır. FAVÖK yıllık bazda %67,1, çeyreklik bazda %21,5 artış göstermiştir. Şirket'in FAVÖK marjı 2Ç25'teki %7,9 seviyesinden 2Ç26'da %12,3'e yükselmiş, ancak 1Ç26'daki %12,7 seviyesinin hafif altında gerçekleşmiştir. Marjlardaki yıllık iyileşmede girdi maliyetlerindeki görece dengelenme etkili olurken, FAVÖK marjındaki sınırlı çeyreklik gerileme operasyonel toparlanmanın kademeli seyrini koruduğuna işaret etmektedir.

TUT
Hedef Fiyat: 45,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 45,00 TL
Kazandırma Potansiyeli: %8

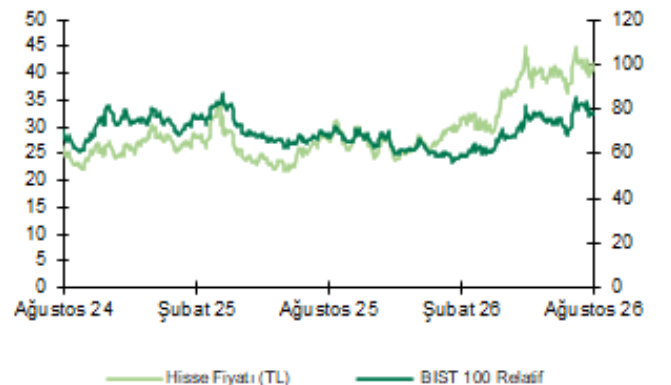
	TL	US\$
Fiyat	41,48	0,87
BİST 100	14.172	297
US\$ (MB Alış):	47,81	
52 Hafta Yüksek:	44,92	0,99
52 Hafta Düşük:	23,82	0,56
Bloomberg/Reuters Kodu:	KRDMD.TI / KRDMD.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	780,2	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	32.364	678	
Halka Açık PD (TL Mn):	28.804	604	

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	1,6	49,6	64,2
US\$ Getiri (%):	-0,1	27,6	47,6
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	0,9	14,3	30,5
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	1.905,38		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	43,28		

Beta	1,15
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,43
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23

Ortaklık Yapısı	%
Kardemir Grup A	21,1
Kardemir Grup B	10,5
Kardemir Grup D	68,4
Toplam	100,0



Operasyonel görünüm... Şirket'in 1Y26'da ham çelik üretimi yıllık bazda %5,3 artışla 1,31mn tona, sıvı ham demir üretimi ise %7,3 artışla 1,22mn tona yükselmiştir. Üretim zincirinin üst basamaklarında kapasite kullanım oranları iyileşirken, ray-profil haddehanesinde kapasite kullanımı %93,0'ten %78,6'ya, çubuk ve kangal haddehanesinde %56,4'ten %53,6'ya gerilemiştir. Çeyreklik satış hacmi verileri, kütük satışlarının haddelenmiş ürünlere kıyasla daha güçlü arttığına işaret etmektedir. Haddehane kapasite kullanımlarındaki toparlanma, önümüzdeki dönemde ürün karması ve operasyonel marjların seyri açısından ana takip başlığı olacaktır.

Sektörel görünüm... Küresel çelik sektöründe arz fazlası ve Çin kaynaklı ihracat baskısı 2026 yılının ikinci yarısına girerken devam etmektedir. Çin'de iç talebin zayıf seyretmesiyle yüksek seviyesini koruyan çelik ihracatı, küresel fiyatlar ve Türkiye gibi ithalata açık pazarlardaki üreticiler üzerinde rekabet baskısı oluşturmaktadır. Küresel çelik talebinde 2026 yılı için sınırlı bir büyüme beklenirken, Çin'de talebin daralmaya devam etmesi ve gelişmekte olan ülkelerdeki farklılaşan görünüm sektör üzerindeki belirsizliği artırmaktadır. Öte yandan, jeopolitik gelişmeler ile enerji fiyatlarındaki oynaklık üretim maliyetleri açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu çerçevede, girdi maliyetlerindeki görece iyileşmenin marjları desteklemesini beklemekle birlikte, marj toparlanmasının kademeli ve zamana yayılan bir süreç olacağını öngörmeye devam ediyoruz.

Bilanço tarafında, Kardemir'in net finansal borcu 2025 yıl sonundaki 6.793mn TL seviyesinden 30 Haziran 2026 itibarıyla 317mn TL'ye gerilemiştir. Toplam finansal borçların azalması ve nakit pozisyonundaki güçlenme bilanço görünümünü desteklerken, 1Y26'da 8.320mn TL seviyesinde gerçekleşen işletme faaliyetlerinden nakit akışı net borçtaki iyileşmede belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, açık yabancı para pozisyonu bilanço açısından takip edilmesi gereken temel risk unsuru olmayı sürdürmektedir.

Genel değerlendirme... Kardemir'in 2Ç26 finansal sonuçlarını genel olarak sınırlı olumlu değerlendiriyoruz. Net kâr piyasa medyan beklentisinin üzerinde gerçekleşmiş ve bilanço tarafında belirgin bir iyileşme görülmüş olmakla birlikte, net kârdaki güçlü artışın önemli ölçüde tek seferlik ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandığını hatırlatıyoruz. FAVÖK'ün hem beklentimizin hem de piyasa medyanının altında kalması ve FAVÖK marjının çeyreklik bazda sınırlı gerilemesi, operasyonel toparlanmanın henüz tam olarak güç kazanmadığına işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde çelik fiyatları, girdi maliyetleri, ürün karması ve haddehane kapasite kullanımları sonuçların seyri açısından ana takip başlıkları olacaktır.

Şirket'in 2Ç26 finansal sonuçları sonrasında, Kardemir için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 45,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız mevcut piyasa fiyatına göre yaklaşık %8 getiri potansiyeline işaret ederken, tavsiyemizi "TUT" olarak sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	1Y25	1Y26	Yıllık	2Ç25	2Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	39.497	37.353	-5,4%	19.313	20.792	7,7%
Brüt Kar	2.057	3.424	66,5%	1.054	2.001	89,8%
Brüt Kar Marjı	5,2%	9,2%		5,5%	9,6%	
Operasyonel Kar	1.199	2.636	119,8%	617	1.594	158,2%
Operasyonel Kar Marjı	3,0%	7,1%		3,2%	7,7%	
FAVÖK	3.081	4.646	50,8%	1.525	2.548	67,1%
FAVÖK Marjı	7,8%	12,4%		7,9%	12,3%	
Net Kar	-336	5.976	A.D.	1.739	5.949	242,2%
Net Kar Marjı	-0,9%	16,0%		9,0%	28,6%	

Kaynak: Finnet Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/06K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	105.263	105.450	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	421	534	27
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	857	617	(28)
Ticari Alacaklar	9.205	8.941	(3)
Hazır Değerler	3.128	7.006	124
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	30.733	31.399	2
Toplam Aktifler	149.606	153.947	3
Uzun Vadeli Borçlar	2.511	2.051	(18)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.109	9.681	(43)
Kısa Vadeli Borçlar	7.750	5.676	(27)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	16.277	20.338	25
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.273	7.857	25
Toplam Yükümlülükler	49.920	45.603	(9)
Toplam Özsermaye	99.686	108.344	9
Toplam Pasifler	149.606	153.947	3

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/06K	2026/06K	%Değ
Net Satışlar	39.497	37.353	(5)
SMM	37.441	33.930	(9)
Brüt Kâr	2.057	3.424	66
Faaliyet Giderleri	858	788	(8)
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	(530)	1.679	A.D.
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	(1.729)	(956)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	56	68	22
Finansman Gelir/(Gider)	(269)	(340)	A.D.
Parasal Kazanç/Kayıp	727	1.069	47
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar	34	(26)	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	17	2.450	13.915
Vergi	353	(3.526)	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	(336)	5.976	A.D.
Azınlık Payları	0	0	127
Ana Ortaklık Payları	(336)	5.976	A.D.

KRDMD

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com