

Son 7 çeyreğin en güçlü ton başına VAFÖK'ü

AL (önceki tavsiye: AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	31,44	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	37,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	24.530 / 558	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	-2 / -24				
Halka Açıklık Oranı	89	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	1535,6				
UFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	16.420	16.900	-2,8%	16.758	-%2	16.278	16.083
VAFÖK	2.362	1.345	75,6%	1.856	%27	2.246	2.021
Net Kar	-683	154	n.m	-711	n.m	-109	175
VAFÖK Marjı	14,4%	8,0%	6,4pp	11,1	3,3 pp	13,8%	12,6%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

4Ç25 Sonuçları

- Kardemir 4Ç25'te 683 milyon TL zarar (4Ç24: 154 milyon TL net kar) açıkladı. Piyasa beklentisi 175 milyon TL net kar elde edilmesiyle bizim beklentimiz 109 milyon TL zarar kaydedilmesi idi.** Beklentimizden sapmada detayları şirketle henüz netleştirilmemiş olan 591 milyon TL tutarındaki varlık yeniden değerlendirme kayıpları ve daha yüksek ertelenmiş vergi giderlerinden kaynaklanmaktadır. Özetle zayıf fiyatlandırma ortamına rağmen daha düşük maliyetler ve daha karlı ürün mixi sayesinde şirket son 7 çeyreğin en güçlü ton başına VAFÖK'ünü kaydetti. Faaliyet dışı kalemler şirketin nette zarar kaydetmesine neden olsa da ton başına VAFÖK'te iyileşmeyi ve güçlü SNA üretimini memnuniyetle karşılıyoruz. Böylece sonuçlara pozitif piyasa tepkisi öngörüyoruz.
- 4Ç25'te Kardemir, piyasanın 16,1 milyar TL beklentisine ve bizim 16,3 milyar TL beklentimize paralel 16,4 milyar TL satış geliri kaydetti (4Ç24: 16,9 milyar TL, -%3).** Satış hacmi 621bin ton ile 619bin ton beklentimize paralel gerçekleşti ve yıllık %14 arttı. Satış hacmindeki artışa karşın ürün fiyatlarındaki zayıf seyir satış gelirlerinin düşüşüne neden oldu.
- Ham madde maliyetlerinin azalması, operasyonel giderlerin kontrolü ve daha karlı ürün mixi karlılığı destekledi. VAFÖK 4Ç25'te bizim 2,2 milyar TL beklentimizi %5 ve piyasanın 2,0 milyar TL beklentisini %17 aşarak 2,4 milyar TL (4Ç24: 1,3 milyar TL) oldu.** VAFÖK marjı %14,4 seviyesinde, yıllık 6,4 puan iyileşmeye işaret etti. Ton başına VAFÖK ise 90 USD'ye ulaşarak yıllık %26 arttı 86 USD beklentimizi aştı. Son 7 çeyreğin en güçlü ton başına VAFÖK'ü kaydedildi.
- Kardemir azalan işletme sermayesi ihtiyacının desteğiyle 4Ç25'te 1,3 milyar TL SNA üretti. Net borç 2025/09 sonundaki 7,6mr TL'den 5,8mr TL'ye geriledi. Net borç/VAFÖK ise 1,3x'ten 0,8x'e gerileyerek borçların kontrol edilebilir bir seviyede olduğuna işaret ediyor.**

Genel Değerlendirme

- Kardemir'in güçlü VAFÖK ve SNA performansı ile 4Ç25 finansal sonuçlarını memnuniyetle karşılıyor ve görünüm açısından destekleyici buluyoruz. 2026'da, altyapı odaklı harcamalar ve demiryolu yatırımları sayesinde Kardemir'in ürün karmasına talebin canlı kalacağını öngörüyoruz. Ayrıca Mart ayında devreye alınması planlanan SDM-2 yatırımı (Sürekli Döküm Makinesi-2), Kardemir'in nihai kapasitesini %12 artışla 2,8 milyon tona çıkaracak. Bu nedenle, 4Ç25'teki operasyonel gücün 2026'da devam edeceğini öngörüyoruz. Model varsayımlarımızı 4Ç25 sonuçları ışığında ve yönetimi dinledikten sonra gözden geçireceğiz. Şimdilik, Türk çelik üreticileri arasında tercih ettiğimiz Kardemir için 37,0 TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.**

KARDM - Çeyreksel Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	16.900	17.140	16.401	16.758	16.420
Brüt Kar	1.041	851	895	1.529	1.910
Faaliyet Giderleri	-389	-357	-371	-368	-380
Net Faaliyet Karı	653	494	524	1.161	1.530
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1.345	1.321	1.295	1.856	2.362
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	749	214	934	1.269	1.931
Net Finansman Gelir (Gider)****	492	-10	399	-764	-444
Vergi Öncesi Kar Zarar	592	-584	599	-149	174
Vergi	-438	-1.178	878	-563	-857
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	154	-1.762	1.477	-711	-683

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	73.954	71.043	70.680	67.199	66.719
Brüt Kar	3.996	2.924	3.503	4.317	5.186
Faaliyet Giderleri	-1.448	-1.467	-1.499	-1.485	-1.477
Net Faaliyet Karı	2.548	1.457	2.004	2.832	3.709
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	5.481	4.449	5.023	5.817	6.834
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1.545	1.032	1.564	3.166	4.348
Net Finansman Gelir (Gider)	-590	27	1.010	116	-820
Vergi Öncesi Kar Zarar	-1.862	-1.790	-331	458	40
Vergi	-2.106	-2.573	-1.151	-1.301	-1.719
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	-3.968	-4.363	-1.482	-843	-1.680

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Dönen Varlıklar	40.953	38.782	38.662	36.720	36.571
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.658	3.086	3.132	2.241	2.656
Ticari Alacaklar	6.180	7.240	6.393	8.368	7.817
Stoklar	23.018	21.877	22.456	21.617	21.366
Duran Varlıklar	66.338	66.214	66.337	67.157	90.474
Finansal Varlıklar	332	343	355	364	332
Maddi Duran Varlıklar	65.314	65.194	65.247	66.007	89.389
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	0	0
Şerefiye	0	0	0	0	0
Toplam Varlıklar	107.291	104.996	104.998	103.876	127.045
KV Yükümlülükler	31.405	28.745	27.661	25.222	25.731
KV Finansal Borçlar	5.667	7.821	8.811	7.350	6.581
KV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	20.242	14.322	15.106	12.698	13.823
UV Yükümlülükler	8.561	10.761	10.773	11.960	16.661
UV Finansal Borçlar	433	1.451	2.238	2.671	2.133
UV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	67.325	65.489	66.564	66.694	84.653
Toplam Yükümlülükler	107.291	104.996	104.998	103.876	127.045

Nakit Akım Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	1.924	-2.592	-394	2.251	3.211
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1.636	-900	-820	-1.435	-1.896
Finansal Faaliyetlerden Nakit	155	3.289	1.502	-1.575	-512
Toplam Nakit Girişi	443	-204	288	-759	803
Serbest Nakit Akımı (SNA)	288	-3.493	-1.214	816	1.315
Gelirlere Oranı	2%	-20%	-7%	5%	8%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	-1.053	-5.727	-669	1.188	2.476
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-3.386	-3.931	-4.358	-4.792	-5.051
Finansal Faaliyetlerden Nakit	3.097	7.092	8.646	3.371	2.704
Toplam Nakit Girişi	-1.342	-2.566	3.619	-232	128
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-4.439	-9.658	-5.027	-3.603	-2.576
Gelirlere Oranı	-6%	-14%	-7%	-5%	-4%

Çeyreksel Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	-33	-15	-2	-17	-3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	22	-44	79	75	76
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-166	-71	132	-482	158
Net Kar	-98	29	-205	-47	-544
Çeyreksel Marjlar (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	6,2	5,0	5,5	9,1	11,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	8,0	7,7	7,9	11,1	14,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	4,4	1,2	5,7	7,6	11,8
Net Faaliyet Karı	3,9	2,9	3,2	6,9	9,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	3,5	-3,4	3,7	-0,9	1,1
Net Kar Marjı	0,9	-10,3	9,0	-4,2	-4,2

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	-24,2	-22,2	-18,6	-18,2	-9,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-9,6	-50,2	4,5	11,0	24,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-157,6	-196,7	-142,2	-1.057,4	181,5
Net Kar	-232,2	-197,2	-156,3	-125,4	-57,7
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı	5,4	4,1	5,0	6,4	7,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7,4	6,3	7,1	8,7	10,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2,1	1,5	2,2	4,7	6,5
Net Faaliyet Karı	3,4	2,1	2,8	4,2	5,6
Vergi Öncesi Kar Marjı	-2,5	-2,5	-0,5	0,7	0,1
Net Kar Marjı	-5,4	-6,1	-2,1	-1,3	-2,5

Nakit Döngü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	45	78	73	97	88
Ticari Alacak Tahsilatı	31	37	33	45	43
Stok Döngü	120	117	122	125	127
Ticari Borç Ödeme	106	77	82	74	82
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	8.956	14.795	13.743	17.288	15.360
Gelirlere Oranı	12%	21%	19%	26%	23%

Borçluluk					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Borç (Nakit)	2.441	6.001	7.703	7.564	5.768
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0x	0x	0,1x	0,1x	0x
Net Borç / VAFÖK (x)	0,4x	1,3x	1,5x	1,3x	0,8x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-	-	-	0,1x	0,5x
Borç / (Borç + Özkaynak)	8%	12%	14%	13%	9%

Getiri Metrikleri					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Özkaynak Karlılığı	-6%	-7%	-2%	-1%	-2%
Net Kar Marjı	-5%	-6%	-2%	-1%	-3%
Varlık Devir Hızı (x)	68,9	67,7	67,3	64,7	52,5
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	159,4	160,3	157,7	155,8	150,1
ROIC (**)	a.d.	a.d.	a.d.	0%	1%

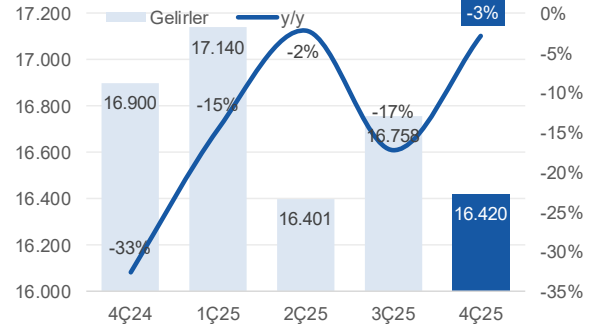
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	2025A	2026E	y/y	2027E	y/y
Gelirler	66.719	85.894	29%	111.819	30%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	6.834	9.830	44%	12.500	27%
Free Cash Flow	-2.576	6.114	n.m.	6.902	13%
Net Kar	-1.680	1.259	n.m.	3.009	139%
Toplam Özkaynaklar	84.653	81.159	-4%	96.763	19%

Piyasa Çarpanları [x] (***)			
	2025A	2026E	2027E
FD / Gelirler	0,6	0,5	0,4
FD / VAFÖK	6,2	4,4	3,4
FD/FCF	n.m.	7,0	6,1
F/K	n.m.	29,1	12,2
F/DD	0,4	0,5	0,4

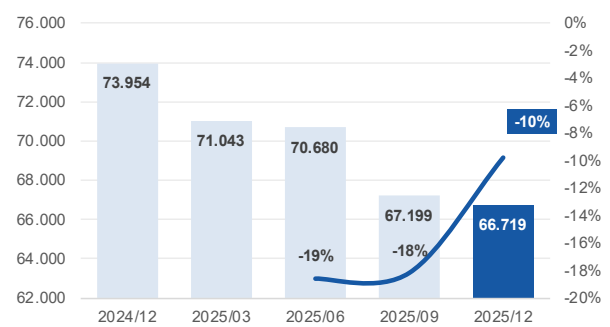
Kaynak: KAP, KYK Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

KARDM - Çeyreksele ve Son 12 Aylık Finansallar

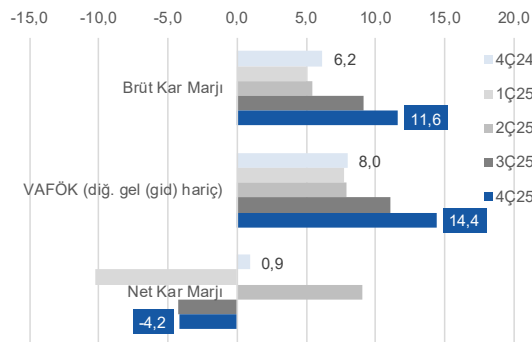
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



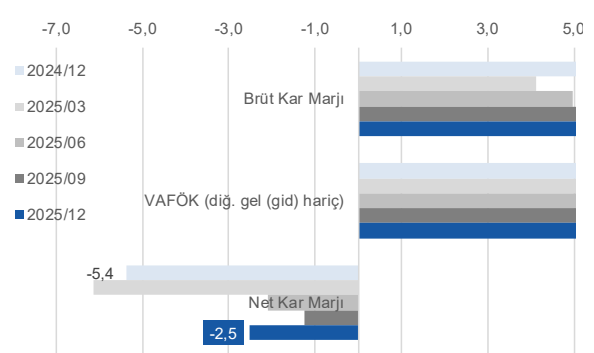
Son 4Ç Büyüme (%)



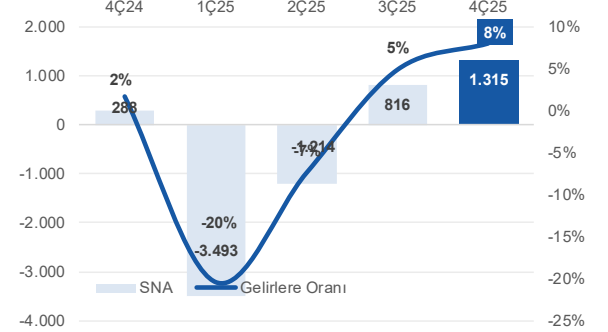
Çeyreksele Marjlar (%)



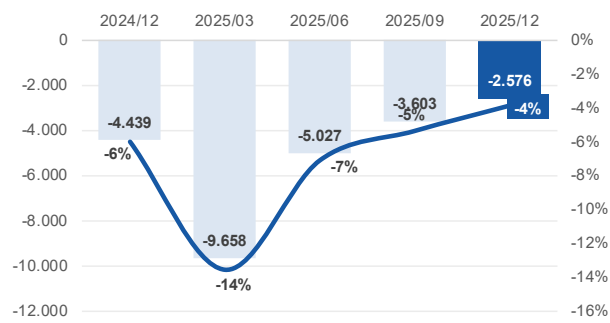
Son 4Ç Marjlar (%)



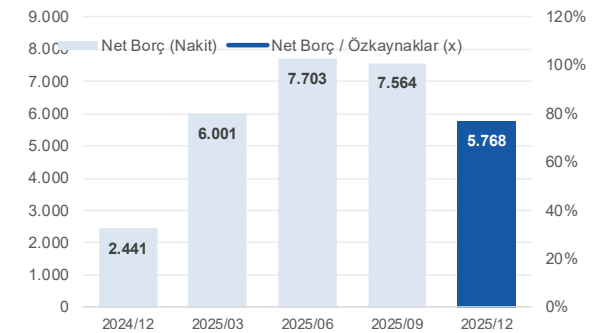
Çeyreksele SNA (TLmn) & SNA Marjı



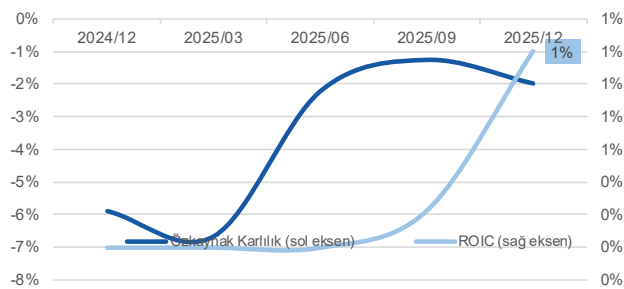
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.