

## KARDEMİR (KRDMD TI)

## Zayıf operasyonel sonuca rağmen güçlü nakit akışı

AL (önceki: AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	26,02	Hedef Fiyat (TL)	40,00
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	20.302 / 625	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	10 / -25
Halka Açıklık Oranı (%)	92	3A Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	1.509
TLmn	2023/12	2022/12	Y/Y Δ
Net Satış	51.621	54.169	-25,1%
VAFÖK (diğ. gel. (gid.) hariç)	3.297	5.170	-6,7%
Net Kâr	1.588	1.108	-12,6%
VAFÖK marjı	6,4%	9,5%	2,7pp

TMS29 (Enflasyon Muhasebesi), 2023/12 Finansal Tablolarıyla Uygulanmaya Başlandı için TMS29 ile Uyumlu Çeyreksel Sonuç ve Piyasa Tahmini Bulunmamaktadır

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP, Research Turkey

## 4Ç23 Sonuçlar

- Ertelenmiş vergi geliri ile net kârda toparlanma.** Kardemir <KRDMD TI> 2023 yılında TMS29 etkisi dahil 1.6 milyar TL (yıllık %43 artış) konsolide net kâr açıkladı. Güçlü net kâr artışını i) 145mn TL net finansal gelir (2022'deki 2.0 milyar TL net finansal gidere kıyasla), ii) 2.9 milyar TL net parasal kazanç (2022'deki 2.5 milyar TL kazançla kıyasla) ve iii) 1.9 milyar TL ertelenmiş vergi gelirine (2022'deki 1.3 milyar TL ertelenmiş vergi giderine kıyasla) bağlıyoruz. TMS29'a göre düzeltilmiş satış gelirleri yıllık bazda %5 düşerken (yurtiçi: -%4, yurtdışı: -%8), VAFÖK yıllık bazda %36 geriledi. Esas faaliyet kârı 2022 yılında 2.4 milyar TL iken 2023 yılında 3.0 milyar TL zarar olarak gerçekleşti. Hem nominal hem de marj bazında operasyonel kârlılıktaki daralma temel olarak brüt kârdaki yıllık %48'lik daralmadan kaynaklanıyor (2022'deki %7.7 marja kıyasla 2023'te %4.2 marj).
- 4Ç23'te yıllık bazda güçlü satış hacmi.** Şirket 4Ç23'te 0.6 milyon ton üretim gerçekleştirdi (4Ç22'de 0.6 milyon ton). Sonuç olarak, toplam nihai ürün üretim hacmi 2022 yılındaki 2.1 milyon tona kıyasla 2023 yılında 2.3 milyon tona ulaştı. Satış hacmi tarafında, Kardemir 4Ç23'te 0.7 milyon ton satış gerçekleştirdi (4Ç22'de 0.6 milyon ton) ve yıllık bazda %24 artış kaydetti. Böylece, 2022 yılında 2.1 milyon ton olan toplam yıllık satış hacmi 2023 yılında 2.4 milyon tona ulaştı.
- Tarihsel ortalamaya normalleşen VAFÖK/ton.** 2023 yılında Şirket, i) savaş sonrası tedarik zinciri sıkışıklığının hafiflemesi ve ii) durgun ekonomik faaliyetlerin sonucu olarak düşen endüstriyel emtia fiyatları nedeniyle ürün satış fiyatlarının yıllık ortalama %40+ düşmesi sonucu 2022 yılındaki 151 ABD Doları/ton seviyesine kıyasla 58 ABD Doları/ton elde etti. 2012-2019 yılları arasında 96 USD/ton olan Covid öncesi TMS29 hariç VAFÖK/ton ortalamasıyla karşılaştırıldığında, TMS29 etkili VAFÖK/ton tarihsel ortalamasından %40 daha düşük gerçekleşti.
- Güçlü nakit yaratımı.** 3Ç23'te 2.3 milyar TL olan net borç pozisyonu 2023 yılsonu itibarıyla 2.6 milyar TL net nakit pozisyona yükseldi. Buna bağlı olarak, 3Ç23'te 0.4x olan net borç/VAÖK 2023 yılsonu itibarıyla -0.8x'e evrildi. Böylesine güçlü bir kaldıraç azalışı büyük ölçüde daha iyi net işletme sermayesi sonucu güçlü nakit girişinden kaynaklanıyor. 2022'de 76 gün olan TMS29 dahil nakit döngü gün sayısı, alacak ve stok gün sayılarındaki düşüş sayesinde 2023 yılsonu itibarıyla 47 gün oldu.

## Özet Görüşümüz

Genel olarak, TMS29'un net kâra etkisi beklendiği gibi güçlü oldu. Ancak, cirodan başlayarak operasyonel sonuçlar, marj daralmaları da dahil olmak üzere anlamlı zayıflıklar gösteriyor. Her ne kadar 4Ç23'te satış hacmi yıllık bazda daha güçlü olsa da, ABD doları bazında düşük satış fiyatları ciroya olumsuz katkıda bulundu. Bu nedenle, TMS29'un etkisiyle toparlanan net kâra rağmen zayıf operasyonel sonuçlar nedeniyle olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Şu an için, hisse başı 12-aylık 40.00 TL hedef fiyat ile 'Al' tavsiyemizi yineliyoruz. Model varsayımlarımızı yeniden gözden geçirdikten sonra, güncellenmiş hedef fiyat ve tavsiyemizi paylaşacağız.

**KRDMD-Finansal Sonuçlar**
**Gelir Tablosu**

TLmn	2022/12	2023/12
<b>Gelirler</b>	<b>54,169</b>	<b>51,621</b>
Brüt Kar	4,177	2,190
Faaliyet Giderleri	-1,828	-5,230
Net Faaliyet Karı	2,349	-3,040
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>5,170</b>	<b>3,297</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>3,855</b>	<b>-1,417</b>
Net Finansman Gelir (Gider)	-1,999	146
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,503	2,911
Vergi Öncesi Kar Zarar	3,289	111
Vergi	-2,181	1,477
Azınlık Hissedarları	-1	-1
<b>Net Kar</b>	<b>1,109</b>	<b>1,589</b>

**Bilanço**

TLmn	2022/12	2023/12
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>30,693</b>	<b>25,215</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,116	4,757
Ticari Alacaklar	6,907	5,157
Stoklar	16,724	12,283
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>34,953</b>	<b>34,751</b>
Finansal Varlıklar	131	131
Maddi Duran Varlıklar	34,499	34,304
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-
Şerefiye	169	189
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>65,646</b>	<b>59,966</b>
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>22,199</b>	<b>19,226</b>
KV Finansal Borçlar	3,250	1,805
KV Kiralama Borçları	-	-
Ticari Borçlar	12,617	10,834
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>6,841</b>	<b>3,895</b>
UV Finansal Borçlar	846	398
UV Kiralama Borçları	-	-
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>36,606</b>	<b>36,845</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>65,646</b>	<b>59,966</b>

**Nakit Akım Tablosu**

TLmn	2022/12	2023/12
Faaliyetlerden Nakit	-8,182	4,570
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,187	-1,400
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-2,015	-1,529
Toplam Nakit Girişi	-11,384	1,641
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-9,369	3,170
Gelirlere Oranı	n.m.	6%

**Büyüme & Marjlar**

Büyüme (%)	2022/12	2023/12
Gelirler	-	-4.7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-	-36.2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-	-
Net Kar	-	43.2
Marjlar (%)	2022/12	2023/12
Brüt Kar Marjı	7.7	4.2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9.5	6.4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	7.1	n.m.
Net Faaliyet Karı	4.3	n.m.
Vergi Öncesi Kar Marjı	6.1	0.2
Net Kar Marjı	2.0	3.1

**Nakit Döngü & NİS**

	2022/12	2023/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	77	48
Ticari Alacak Tahsilat	47	37
Stok Döngü	122	91
Ticari Borç Ödeme	92	80
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	6,606	11,014
Gelirlere Oranı	12%	21%

**Borçluluk**

	2022/12	2023/12
Net Borç (Nakit)	976	-2,554
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.0x	-0.1x
Net Borç / VAFÖK (x)	0.2x	-0.8x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	n.m.	n.m.
Borç / (Borç + Özkaynak)	44%	39%

**Kârlılık**

	2022/12	2023/12
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>
Net Kar Marjı	2%	3%
Varlık Devir Hızı (x)	0.8	0.9
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	1.8	1.6
<b>ROIC (**)</b>	<b>5%</b>	<b>-7%</b>

Kaynak: KAP, YKY Araştırma (\*) Sadece Tic. Alacaklar, Stoklar ve Tic. Borçlar (\*\*) Net Faal. Karı (Diğ. Dahil) / Net Oper. Varlıklar

## 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 dayanılarak 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 dayanılarak 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.