Kardemir

Beklentilerin Altında Net Kar…

Osman Furkan Özdemir
Analist
oozdemir@sekeryatirim.com

Kardemir (KRDMD), enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 3Ç26'da 269 mn TL net kâr açıklamıştır. Açıklanan net kâr, beklentimiz olan 646 mn TL'nin %58, piyasa medyan beklentisi olan 826 mn TL'nin ise %67 altında gerçekleşmiştir. Şirket 3Ç25'te 885 mn TL net zarar açıklamıştı. Yıllık bazdaki iyileşmede iki kalem belirleyici olmuştur: finansal borçların azalmasıyla birlikte net finansman gideri 1.500 mn TL'den 148 mn TL'ye, vergi gideri ise 700mn TL'den 35 mn TL'ye gerilemiştir. Buna karşın, 3Ç26'da ticari alacak ve borçlara ilişkin 820 mn TL net kur farkı gideri ve 137 mn TL tutarındaki akreditif komisyon gideri esas faaliyetlerden diğer giderleri artırmıştır. Net parasal pozisyon kazancının 550 mn TL'den 142 mn TL'ye gerilemesi de net kârı sınırlamıştır.

Kardemir'in 3Ç26 net satış gelirleri yıllık bazda %1,5 artışla 21.136 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satış gelirleri, beklentimiz olan 21.672 mn TL'nin %2, piyasa medyan beklentisi olan 22.037 mn TL'nin ise %4 altında kalmıştır. Şirket'in solo esas ürün satış hacmi 3Ç26'da yıllık bazda %10,5 artarak 709,7 bin tona yükselmiştir. Ürün kırılımında kütük satışları 350,6 bin ton, haddelenmiş çelik satışları ise 359,1 bin ton olmuştur. Ancak hacim artışı satış gelirlerine sınırlı yansımıştır. 9A26'da ürün karmasının kütük lehine değişmesi ve fiyatlardaki baskı nedeniyle esas ürünlerde ton başına reel gelir %8,1 gerilemiştir.

Şirket'in FAVÖK rakamı 3Ç26'da 2.298mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Açıklanan FAVÖK, beklentimiz olan 2.432mn TL'nin %6, piyasa medyan beklentisi olan 2.468mn TL'nin ise %7 altında kalmıştır. FAVÖK yıllık bazda yatay seyretmiştir. FAVÖK marjı 3Ç25'teki %11,1 seviyesinden %10,9'a gerilemiş, 2Ç26'daki %12,3 seviyesinin ise 1,4 puan altında kalmıştır. Satışların maliyeti içindeki ilk madde ve malzeme giderlerinin hasılata oranı %71,0'dan %65,4'e gerilemiştir. Buna karşın işçilik ve genel üretim giderlerindeki artış marjları baskılamıştır. Öte yandan kömür fiyatlarındaki artışın 4Ç26'da maliyetlere yansımasını bekliyoruz.

TUT
Hedef Fiyat: 45,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 45,00 TL
Kazandırma Potansiyeli: %10

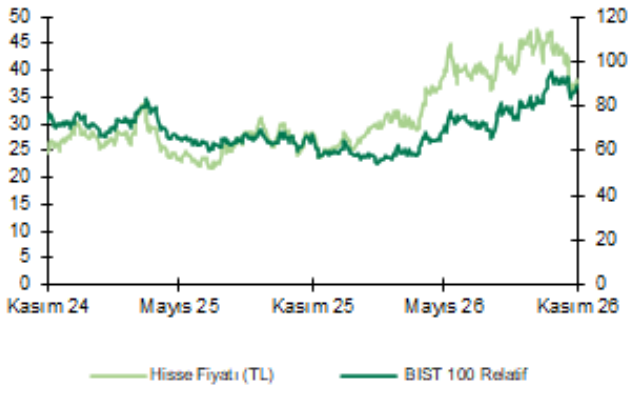
	TL	US$
Fiyat	40,80	0,82
BİST 100	11.478	230
US$ (MB Alış):	50,03	
52 Hafta Yüksek:	47,48	0,99
52 Hafta Düşük:	23,82	0,56
Bloomberg/Reuters Kodu:	KRDMD.TI /KRDMD.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	780,2	
	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	31.833	637
Halka Açık PD (TL Mn):	28.332	567

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-5,7	42,6	61,5
US$ Getiri (%):	-7,5	19,9	38,7
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	0,8	35,6	58,5
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	1.965,26		
Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	43,10		

Beta	1,18
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,45
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,24

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



Bilanço tarafında, Kardemir 2Ç26 sonundaki 335mn TL net borç pozisyonundan 3Ç26 sonunda 2.098mn TL net nakit pozisyonuna geçmiştir. Bununla birlikte, aynı dönemde hammadde alımlarına ilişkin akreditifli ticari borçlar yaklaşık 15,0 milyar TL'den 19,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Dolayısıyla net nakit pozisyonuna geçişin, finansal borçların akreditifli ticari borçlarla ikame edilmesinden kaynaklandığını değerlendiriyoruz. Açık yabancı para pozisyonu takip edilmesi gereken temel risk unsuru olmayı sürdürmektedir.

Genel değerlendirme… Kardemir'in 3Ç26 finansal sonuçlarını olumsuz değerlendiriyoruz. Net kâr ve FAVÖK beklentilerin altında kalmış, FAVÖK marjındaki çeyreklik gerileme operasyonel toparlanmanın ivme kaybettiğine işaret etmiştir. Bilanço tarafında net nakit pozisyonuna geçilmiş olsa da bu gelişme büyük ölçüde akreditifli ticari finansmana geçişi yansıtmaktadır. Kömür maliyetlerindeki artışın 4Ç26'da marjlar üzerinde baskı oluşturmasını bekliyoruz. Öte yandan, 2027'den itibaren uygulanacak %12,5 kurumlar vergisi oranı net kârı destekleyecektir. Önümüzdeki dönemde çelik fiyatları, girdi maliyetleri, ürün karması ve haddehane kapasite kullanımları ana takip başlıkları olacaktır.

Şirket'in 3Ç26 finansal sonuçları sonrasında, Kardemir için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 45,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız mevcut piyasa fiyatına göre yaklaşık %10 getiri potansiyeline işaret ederken, tavsiyemizi "TUT" olarak sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	9A25	9A26	Yıllık	3Ç25	3Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	**62.530**	**60.570**	**-3,1%**	**20.832**	**21.136**	**1,5%**
Brüt Kar	**4.072**	**5.255**	**29,0%**	**1.901**	**1.641**	**-13,7%**
Brüt Kar Marjı	*6,5%*	*8,7%*		*9,1%*	*7,8%*	
Operasyonel Kar	**2.709**	**4.000**	**47,7%**	**1.443**	**1.218**	**-15,6%**
Operasyonel Kar Marjı	*4,3%*	*6,6%*		*6,9%*	*5,8%*	
FAVÖK	**5.559**	**7.203**	**29,6%**	**2.307**	**2.298**	**-0,4%**
FAVÖK Marjı	*8,9%*	*11,9%*		*11,1%*	*10,9%*	
Net Kar	**-1.239**	**6.578**	**A.D.**	**-885**	**269**	**A.D.**
Net Kar Marjı	*-2,0%*	*10,9%*		*-4,2%*	*1,3%*	

Kaynak: Finnet Şeker Yatırım Araştırma

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

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/09K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	111.125	111.306	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	445	665	50
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	905	724	(20)
Ticari Alacaklar	9.717	10.502	8
Hazır Değerler	3.302	6.689	103
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	32.444	32.254	(1)
Toplam Aktifler	**157.938**	**162.141**	3
Uzun Vadeli Borçlar	2.651	1.921	(28)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.061	10.285	(43)
Kısa Vadeli Borçlar	8.182	3.056	(63)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	17.184	23.739	38
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.622	8.441	27
Toplam Yükümlülükler	52.701	47.444	(10)
Toplam Özsermaye	105.238	114.697	9
Toplam Pasifler	**157.938**	**162.141**	3

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/09K	2026/09K	%Değ
Net Satışlar	62.530	60.570	(3)
SMM	58.457	55.315	(5)
Brüt Kâr	4.072	5.255	29
Faaliyet Giderleri	1.363	1.255	(8)
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	155	2.044	1.217
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	(2.554)	(1.957)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	91	112	23
Finansman Gelir/(Gider)	(1.785)	(506)	A.D.
Parasal Kazanç/Kayıp	1.317	1.270	(4)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar	55	(29)	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	**(166)**	**2.890**	**A.D.**
Vergi	1.073	(3.687)	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	**(1.239)**	**6.578**	**A.D.**
Azınlık Payları	0	0	190
Ana Ortaklık Payları	(1.239)	6.578	A.D.

KRDMD

Kaynak: Finnet, 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 güvenirliliğine 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