

Kardemir (D)

11/03/2026

2025 4.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 43%

KRDMD için 12 aylık hedef fiyatımızı, İNA modelimizin ileri taşınması, 2026 satış hacmi (2,4 milyon tondan 2,5 milyon tona) ve FAVÖK/ton (74 dolardan 82 dolara) tahminlerimizde yukarı yönlü revizyonlar ile makro varsayımlarımızdaki güncellemeleri yansıtarak hisse başına 37 TL'den 45 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Beklenti üstü FAVÖK ve konsensüsünün altında kalan net zararı göz önüne alarak Kardemir'in 4Ç25 finansallarına piyasanın önemli bir tepki vermesini beklemiyoruz. Hisse son bir ayda BIST-100 endeksinin %9,7 üzerinde performans gösterdi.

Net kar beklentilerin altında kalırken, FAVÖK beklentileri aştı. Kardemir, beklentilerin altında (İş Yatırım: -322 milyon TL; piyasa: 603 milyon TL), 4Ç24'teki 154 milyon TL net kara kıyasla 4Ç25'te 683 milyon TL net zarar açıkladı. Daha iyi operasyonel performansa rağmen net kardaki yıllık azalış, daha yüksek vergi ve kur farkı giderlerinden kaynaklandı. Kardemir beklentilere paralel (İş Yatırım: 16,5 milyar TL; piyasa: 16,1 milyar TL), 4Ç25'te yıllık bazda %3 azalışla 16,4 milyar TL ciro elde etti. Beklentilerin belirgin şekilde üzerinde, FAVÖK 4Ç24'teki 1,35 milyar TL seviyesine kıyasla 4Ç25'te yıllık bazda %76 artışla 2,36 milyar TL olarak gerçekleşti (İş Yatırım: 1,98 milyar TL; piyasa: 2,02 milyar TL) ve FAVÖK marjı 6,4 yüzde puan artışla %14,4 seviyesine yükseldi. Serbest nakit akımı, daha yüksek yatırım harcamalarına rağmen daha iyi operasyonel performansın desteğiyle 4Ç24'teki 288 milyon TL seviyesinden 4Ç25'te 1.320 milyon TL'ye önemli ölçüde iyileşti. Kardemir'in net borç pozisyonu 3Ç25 sonundaki 7,56 milyar TL seviyesinden 4Ç25 sonunda 5,77 milyar TL'ye geriledi.

Yıllık bazda daha güçlü satış rakamları. Kardemir 4Ç25'te yıllık bazda %2 azalışla 650 bin ton sıvı çelik üretimi gerçekleştirdi ve kapasite kullanım oranı 4Ç24'teki %75 seviyesine kıyasla %74 oldu. Toplam satış hacmi yıllık bazda %14 artışla 621 bin ton olarak gerçekleşti. 2025 yılının tamamında üretim 2,58 milyon tona ulaştı (2024: 2,59 milyon ton) ve kapasite kullanım oranı %74 oldu (2024: %74), satış hacmi ise yıllık bazda %11 büyüyerek 2,50 milyon tona yükseldi (2024: 2,26 milyon ton). Enflasyona göre düzeltilmiş finansallara ve hesaplarımıza göre ton başına ortalama ciro 4Ç25'te 626 dolar seviyesinde gerçekleşti (4Ç24: 685 dolar; 3Ç25: 614 dolar). Tüm yıl satış gelirleri 2025'te 1.560 milyon dolara ulaştı (2024: 1.547 milyon dolar).

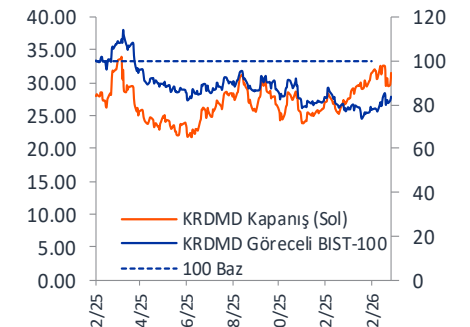
Ton başına FAVÖK'te yıllık ve çeyreklik iyileşme. Brüt kar 4Ç25'te 4Ç24'teki 1,04 milyar TL seviyesine kıyasla 1,91 milyar TL oldu ve brüt kar marjı 5,5 yüzde puan artışla %11,6 seviyesinde gerçekleşti (4Ç24: %6,2). Faaliyet giderleri/ciro oranı 4Ç25'te yıllık bazda sabit kalarak %2,3 oldu. Enflasyona göre düzeltilmiş finansallara dayalı hesaplarımıza göre ton başına FAVÖK 4Ç24'teki 55 dolar ve 3Ç25'teki 68 dolardan 4Ç25'te 90 dolara yükseldi. Yıllık bazda FAVÖK 114 milyon dolardan 160 milyon dolara önemli ölçüde iyileşti (2024: 114 milyon dolar) ve ton başına FAVÖK 2024'teki 50 dolardan 2025'te 64 dolara yükseldi.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	31.44
12 Aylık Hedef Fiyat	45.0
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	37.0
Piyasa Değeri (mn)	24,530
Halka Açık PD (mn)	22,808
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1506.4
Hisse sayısı (Adet mn)	780
Takas Saklama Oranı (%)	93
Yabancı Oranı (%)	13

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	6.9	24.5	-1.6
ABD \$	5.6	21.2	-18.5
BIST-100 Relatif	9.7	6.4	-22.2

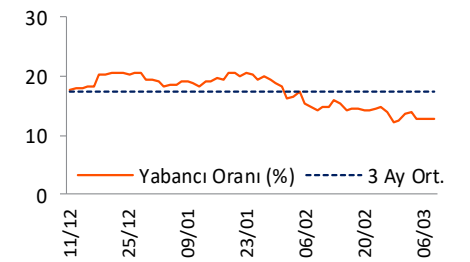
Çarpanlar (\$)	2025	2026	2027
F/K	a.d.	20.3	12.4
PD/DD	0.6	0.6	0.6
FD/FAVÖK	5.9	4.6	4.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 25.26 32.52

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 12.76



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Kardemir (D)

Ortaklık Yapısı (%)

Faaliyet Konusu

Her çeşit ham demir ve çelik mamullerinin, kok ve kok yan ürünlerinin imali ve satışı.

Değerleme. KRDMMD'yi emsal çarpanlar (50%) ve İNA (50%) eşit ağırlıkta kullanarak değerlendiriyoruz. Emsal bazlı değerlememizde 2026T çarpanlarını kullanıyoruz. Küresel emsal medyan 2026T FD/FAVÖK çarpanı 6,3x seviyesindeyken, Kardemir'in tarihi emsal iskontosu dikkate alınarak hedef çarpan olarak 5,5x uyguluyoruz. 2026T FAVÖK tahminimiz olan 207 milyon dolar ile bu çarpan bize 688 milyon dolar emsal bazlı değerlendirme veriyor. İNA modelimiz ise ortalama %11,9 AOSM ve %2 terminal büyüme kullanarak 703 milyon dolar hedef özsermaye değeri üretiyor. Emsal bazlı değerlememizle harmanlandığında ve 2026 yıl sonu için 50,5 seviyesindeki dolar/TL kur tahminimize göre 45 TL hisse başı hedef fiyat elde ediyoruz. KRDMMD hisseleri 2026T 4,6x FD/FAVÖK ve 2027T 4,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla küresel emsallerine göre sırasıyla %27/%21 iskontolu işlem görüyor.

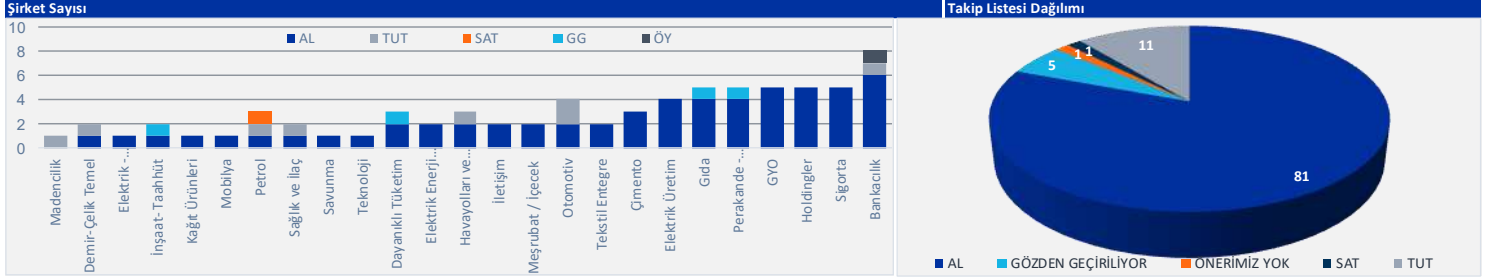
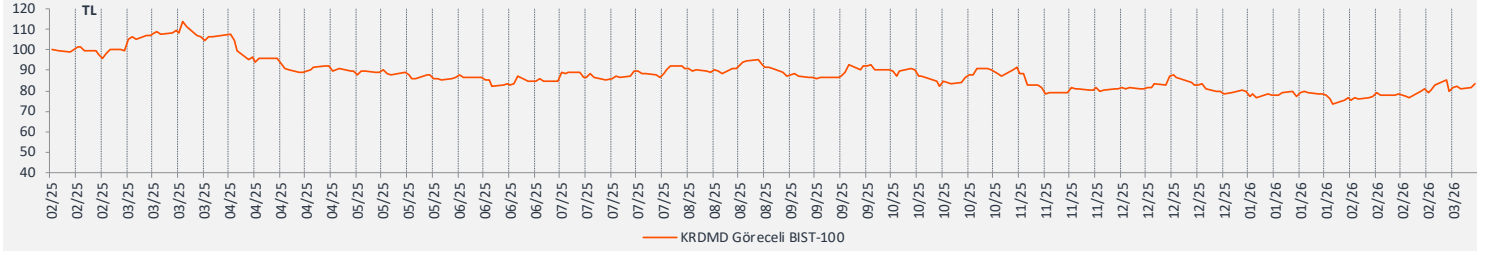
Özet Finansallar

	UMS-29								
	TL mn	Tüm Yıl			Çeyreksel			Piyasa 4Ç25T	İş Yat. 4Ç25T
		2025	2024	Y/Y Δ	4Ç25	4Ç24	Y/Y Δ		
Ciro	66,719	73,954	-10%	16,420	16,900	-3%	16,083	16,480	
Brüt Kar	5,186	3,996	30%	1,910	1,041	83%			
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>7.8%</i>	<i>5.4%</i>	<i>2.4ppt</i>	<i>11.6%</i>	<i>6.2%</i>	<i>5.5ppt</i>			
Faaliyet Giderleri	-1,477	-1,448	2%	-380	-389	-2%			
<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	<i>-2.2%</i>	<i>-2.0%</i>	<i>-0.3ppt</i>	<i>-2.3%</i>	<i>-2.3%</i>	<i>0.0ppt</i>			
Faaliyet Karı	3,709	2,548	46%	1,530	653	134%			
FAVÖK	6,834	5,481	25%	2,362	1,345	76%	2,021	1,978	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>10.2%</i>	<i>7.4%</i>	<i>2.8ppt</i>	<i>14.4%</i>	<i>8.0%</i>	<i>6.4ppt</i>	<i>12.6%</i>	<i>12.0%</i>	
Finansman Gelir (Gider), net	-2,110	-1,409	50%	-674	252	a.d.			
Parasal Kazanç (Kayıp)	1,290	818	58%	230	240	-4%			
VÖK	40	-1,862	a.d.	174	592	-71%			
<i>VÖK Marjı</i>	<i>0.1%</i>	<i>-2.5%</i>	<i>2.6ppt</i>	<i>1.1%</i>	<i>3.5%</i>	<i>-2.4ppt</i>			
Vergi Gelir/ Gider	-1,719	-2,106	-18%	-857	-438	96%			
Net Kar	-1,680	-3,968	-58%	-683	154	a.d.	603	-322	
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>-2.5%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>2.8ppt</i>	<i>-4.2%</i>	<i>0.9%</i>	<i>-5.1ppt</i>	<i>3.7%</i>	<i>-2.0%</i>	

4Ç25 FİNANSALLARI AÇIKLANDI!

Kardemir (D)

Göreceli Getiri / Öneriler



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.