

11 Mart 2026 Çarşamba

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	42,60	FD/FAVÖK :	6,2		
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	31,44	F/K :			
<b>Gelir Tablosu - Özet</b>		<b>Açıklanan</b>				<b>Beklenti</b>	
(mn TL)	4Ç25	3Ç25	Çeyrekse %	4Ç24	Yıllık %	VKY	Kons.*
Net Satışlar	16.420	16.058	2%	16.900	-3%	16.361	16.083
FAVÖK	2.362	1.778	33%	1.345	76%	2.057	2.021
Net Dönem Karı	-683	-682	0%	154	a.d.	-120	175
FAVÖK Marjı	14,4%	11,1%	3,3 yp	8,0%	6,4 yp	12,6%	12,6%
Net Kar Marjı	-4,2%	-4,2%	0,1 yp	0,9%	-5,1 yp	-0,7%	1,1%

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

\*Research Turkey

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

- Şirket 4Ç25 döneminde 683 mn TL net zarar açıkladı-** Kardemir, yılın dördüncü çeyreğinde piyasa beklentisinin (175 mn TL net kar) aksine, beklentimizin (120 mn TL net zarar) ise üzerinde 683 mn TL net zarar (4Ç24: 154 mn TL net kar) açıkladı. Şirketin satış gelirleri bu dönemde sınırlı gerilese de etkin maliyet yönetimi sayesinde satış maliyetlerinin baskılanması brüt karlılığı ve operasyonel marjları destekledi. Net zarar açıklanmasında; 591 mn TL'lik maddi duran varlıklar için kaydedilen değer kaybı, artan net finansman giderleri ve geçen yıl aynı döneme göre %95,5 artan vergi gideri etkili oldu. Şirket yılın tamamında bir önceki yıla göre %58 azalışla 1,7 mlr TL net zarar kaydetti.
- Satış hacminde artış, satış gelirlerinde sınırlı düşüş görüldü-** Şirket, 4Ç25 döneminde yıllık bazda %2 düşüşle 649 bin ton sıvı çelik üretimi gerçekleştirirken, 2025 yılının tamamında üretim 2,6 mn ton (2024: 2,6 mn ton) seviyesinde gerçekleşti. 2025 yılında sıvı çelik kapasite kullanım oranı %73,8 (2024: %74,01) olarak kaydedildi. Satış hacmi 4Ç25'te yıllık bazda %14 artışla 622 bin ton (3Ç25: 642 bin ton, 4Ç24: 546 bin ton) olurken, ürün satış fiyatlarında ise düşüş görüldü. Satış kırılımı incelendiğinde, ham çelik satışları %19 artışla 284 bin tona ulaşırken, haddelenmiş çelik satışları yıllık bazda %10 artarak 337 bin ton oldu. Son çeyrekte toplam satış gelirleri beklentilere paralel, yıllık %3 azalışla 16,4 mlr TL olarak gerçekleşti. Şirketin satış hacmi 2025'te yıllık %11 artışla 2,5 mn ton olurken, toplam satış gelirleri yıllık %9,8 azalışla 66,7 mlr TL'ye geriledi. Şirketin maliyetleri son çeyrekte yıllık %9 azalışla 14,5 mlr TL'ye geriledi; operasyonel giderleri de yıllık %2,2 azalışla 380 mn TL seviyesinde gerçekleşti.
- FAVÖK ve ton başına FAVÖK'te güçlü artış-** FAVÖK, dördüncü çeyrekte 2,0 mlr TL olan beklentimizi aşarak, yıllık %76 artışla 2,4 mlr TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı ise yıllık 6,4 puan artışla %14,4 seviyesinde gerçekleşti. Bu çeyrekte şirketin ton başı FAVÖK rakamını 90 \$/ton (3Ç25: 68 \$/ton, 4Ç24: 55 \$/ton) olarak hesaplıyoruz. Şirketin net borç pozisyonu, 3Ç25'teki 7,2 mlr TL seviyesinden %20,4 azalışla 5,8 mlr TL'ye gerilerken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 0,8x (3Ç25:1,2x, 4Ç24:0,4x) olarak gerçekleşti. Şirket, 2025 yılında bir önceki yıla göre %25 artışla 6,8 mlr TL FAVÖK elde ederken, FAVÖK marjı yıllık 2,8 puan artışla %10,2 oldu.
- Değerleme ve öneri-** Finansal sonuçlar öncesinde, şirket hisseleri endeksten son üç ayda %2,7 ve son bir ayda ise %8,4 pozitif ayrıştı. Makro varsayımlarımız ve modelimizde yaptığımız güncellemelerin ardından Kardemir için 37,5 TL olan hisse başı hedef fiyatımızı 42,6 TL olarak güncelliyor, kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli "AL" önerimizi ise sürdürüyoruz.

11 Mart 2026 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	3Ç25	Çeyreksel %	Açıklanan		12A25	12A24	Yıllık %
				4Ç24	Yıllık %			
Net Satışlar	16.420	16.058	2%	16.900	-3%	66.719	73.954	-10%
SMM	-14.511	-14.593	-1%	-15.859	-9%	-61.533	-69.958	-12%
Brüt Kar	1.910	1.465	30%	1.041	83%	5.186	3.996	30%
Operasyonel Gider	-380	-353	8%	-389	-2%	-1.477	-1.448	2%
FVÖK	1.530	1.112	38%	653	134%	3.709	2.548	46%
FAVÖK	2.362	1.778	33%	1.345	76%	6.834	5.481	25%
Diğer Gelir/Gider (Net)	-431	-562	-23%	-596	-28%	-2.486	-3.936	-37%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	-505	25	a.d.	19	a.d.	-432	31	a.d.
Finansal Gelir/Gider (Net)	-444	-732	-39%	492	a.d.	-820	-590	39%
Parasal Kazanç/(Kayıp)	230	424	-46%	240	-4%	1.290	818	58%
VÖK	174	-142	a.d.	592	-71%	40	-1.862	a.d.
Net Dönem Karı	-683	-682	0%	154	a.d.	-1.680	-3.968	-58%
Brüt Kar Marjı	11,6%	9,1%	2,5 yp	6%	5,5 yp	8%	5%	2,4 yp
FAVÖK Marjı	14,4%	11,1%	3,3 yp	8%	6,4 yp	10%	7%	2,8 yp
Net Kar Marjı	-4,2%	-4,2%	0,1 yp	1%	-5,1 yp	-3%	-5%	2,8 yp

Bilanço (mn TL)	12A25	9A25		12A24	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>36.571</b>	<b>35.187</b>	<b>4%</b>	<b>40.953</b>	<b>-11%</b>
Hazır Değerler	2.656	2.148	24%	3.658	-27%
Menkul Kıymetler	289	206	40%	1	23663%
KV Ticari Alacaklar	7.817	8.019	-3%	6.180	26%
Stoklar	21.366	20.715	3%	23.018	-7%
Diğer Dönen Varlıklar	4.443	4.099	8%	8.096	-45%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>90.474</b>	<b>64.354</b>	<b>41%</b>	<b>66.338</b>	<b>36%</b>
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>127.045</b>	<b>99.541</b>	<b>28%</b>	<b>107.291</b>	<b>18%</b>
<b>KV Borçlar</b>	<b>25.731</b>	<b>24.170</b>	<b>6%</b>	<b>31.405</b>	<b>-18%</b>
KV Finansal Borçlar	6.581	7.043	-7%	5.667	16%
KV Ticari Borçlar	13.823	12.168	14%	20.242	-32%
Diğer KV Borçlar	5.327	4.959	7%	5.495	-3%
<b>UV Borçlar</b>	<b>16.661</b>	<b>11.461</b>	<b>45%</b>	<b>8.561</b>	<b>95%</b>
UV Finansal Borçlar	2.133	2.559	-17%	433	393%
UV Ticari Borçlar	440	440	0%	423	4%
Diğer UV Borçlar	14.088	8.462	66%	7.705	83%
<b>Öz Sermaye</b>	<b>84.653</b>	<b>63.910</b>	<b>32%</b>	<b>67.325</b>	<b>26%</b>
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>127.045</b>	<b>99.541</b>	<b>28%</b>	<b>107.291</b>	<b>18%</b>
<b>Net Borç</b>	<b>5.768</b>	<b>7.249</b>	<b>-20,4%</b>	<b>2.441</b>	<b>136,4%</b>

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.