

Yapı Malzemeleri Sektörü

Türkiye'nin Lokomotif Sektörü

27.07.2026
09.20

➤ AKCNS/CIMSA/LMKDC/OYAKC'yi sırasıyla Endekse Paralel (EP), Endekse Paralel (EP), Endeks Üzeri (EÜ) ve Endeks Üzeri (EÜ) tavsiyelerle araştırma takip listemize eklemekteyiz. Hedef fiyatlarımız sırasıyla AKCNS için +%30, CIMSA için %30, LMKDC için %120, OYAKC için %55 potansiyel değişime işaret etmektedir.

I) Sağlam nakit üretimi, II) kanıtlanmış sektör performansı III) dayanıklı marjlar ve IV) düşük borçluluk, sektöre ilişkin olumlu durumumuzun nedenleridir. Konut (Türkiye 6A26 ilk el +%1) ve çimento satışlarında yıllık büyümedeki güçlü seyir (2025: +%9) argümanımızı destekler niteliktedir. Borçlanma maliyetlerinde düşüşün devamı, imar faaliyetlerinde ivmelenme ve kentsel dönüşüm potansiyel katalizörlerdir.

LMKDC: Ucuz Değerleme, zayıf 1Ç26 sonuçları sonrası alım fırsatı

I) Yüksek karlılık oranları (FVAÖK marjı %40 son 3 yıllık ortalama), II) yüksek temettü potansiyeli ve III) lokasyon avantajı hisseyi beğenme nedenlerimizdendir. 2026T'de 3.8x FD/FVAÖK çarpanında işlem görürken, bu yurt dışı benzerlerine kıyasla %65 (FD/FVAÖK) iskontoya işaret etmektedir. 1Ç26'da deprem kaynaklı yüksek baz ve kötü iklim koşulları nedeniyle satış hacmi baskı altında kaldı. Tüm yıl genelinde ise bu etkilerin dengeyi bulmasını beklemekteyiz.

OYAKC: Cazip değerleme, sağlam likidite

I) Güçlü nakit üretimi (2026'da %10 SNA verimi), II) cazip değerleme (5.2x FD/FVAÖK 2026T), III) 7 entegre fabrika sayesinde Türkiye genelinde yaygın üretim ağı ve IV) pazar payına göre lider konumla öne çıkmaktadır. 2026/03 itibarıyla, %13.5 yenilenebilir enerji (2026 Hedef:%20) ve %28 alternatif yakıt (AF,2026 Hedef: %30) oranlarıyla enerji tasarruf imkanı sunmakta böylece karlılıklarını koruyabilmektedir. 2026 yılında aktifleşecek WHR yatırımı ve Nisan 2026'da devreye alınan Beypazarı tesisiyle yenilenebilir enerji oranının %20'ye çıkması bekleniyor. Ek olarak, uzun vadeli alımlar ve ölçek ekonomisi sayesinde maliyet artışlarından (petcoke) şirket daha sınırlı etkileniyor.

CIMSA: Nakit üretimine karşın, sınırlı potansiyel

I) Ölçek avantajı, II) geniş ürün yelpazesi III) satın alımlarla globalde büyüme görünümü hisseye olumlu görüşümüzün nedenleridir. Şirket Niğde & Kayseri'de mukim fabrikalarını 2022'de 110mn avro bedelle satmıştır. 2024'te ise Mannok'un önce %94.7 payını 330mn EUR bedelle kalan paylarını 20.5mn EUR bedelle satın almıştır. Cimsa enerji maliyetlerini proaktif hedge mekanizması sayesinde yönetebilmektedir. Bu şirketin marjlarını volatil piyasada bile korumasını sağlamaktadır.

AKCNS: Güçlü performans sonrasında yukarı potansiyel sınırlı

Güçlü temel görünümüne karşın, YBB'de %44'lük güçlü hisse performansı yukarı yönlü potansiyeli sınırlamaktadır. Marmara Bölgesi'ni (2025: toplamda %19 pay) doğrudan kapsamıyla lokasyon avantajı sürmektedir. Son olarak Heidelberg'in Akçansa'daki ortağı Sabancı Holding paylarını (39.7%) 428mn USD bedelle satın alması orta vadeli görünümü desteklemektedir. Şirket'in duyurduğu orta vadeli hedefler tarihsel verilerle kıyaslandığında bir dönüşüme işaret etmektedir.

Fiyat geçişkenliği karlılığı koruyabilir

İhracatta bazı ülkelere sınırlamaların sürmesi, zorlu iç pazar koşullarına rağmen sektör dayanıklılığını kanıtlanmıştır. Petkok ve elektrik fiyatları üretimde en önemli maliyet kalemleridir. Böylece, görece düşük elektrik fiyatları karlılığı desteklerken petkok fiyatlarındaki artışlar baskı unsuru olarak takip edilmektedir.

Riskler

Enerji & petkok fiyatlarında sert artışlar, yurt içi talepte yavaşlama

Hisse Kodu	Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
AKCNS	TL236.20	TL308.00	30%
CIMSA	TL49.64	TL64.32	30%
OYAKC	TL21.30	TL33.00	55%
LMKDC	TL23.66	TL52.00	120%

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	AKCNS:IS.TI / AKCNS:IS.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	25%	14%	28%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	122.38 / 241.3		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	158.6		
YBB TL Getiri:	44%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.69		
BİST-100'deki ağırlığı	0.33%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	191		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	8.6%	11.2%	

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	CIMSA.TI / CIMSA.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	4%	-9%	-23%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	41.38 / 59		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	345.2		
YBB TL Getiri:	10%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.88		
BİST-100'deki ağırlığı	0.35%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	946		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	9.1%	7.8%	

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	OYAKC.TI / OYAKC.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	2%	-13%	-32%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	19.25 / 27.62		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	396.8		
YBB TL Getiri:	-10%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.75		
BİST-100'deki ağırlığı	0.74%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	4,862		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	5.5%	5.7%	

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	LMKDC.TI / LMKDC.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	-13%	-25%	-34%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	22.82 / 35.67		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	219.6		
YBB TL Getiri:	-11%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.79		
BİST-100'deki ağırlığı	0.09%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	516		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	1.3%	0.9%	

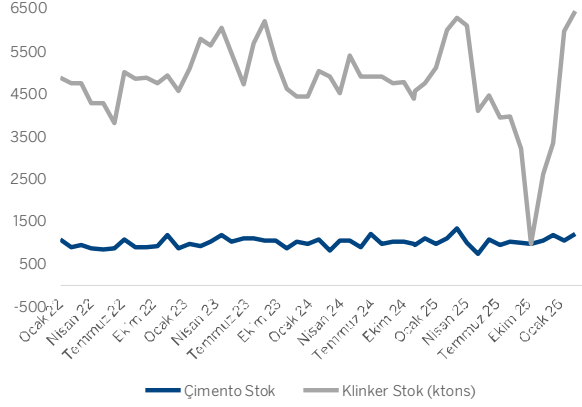
Analist: Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

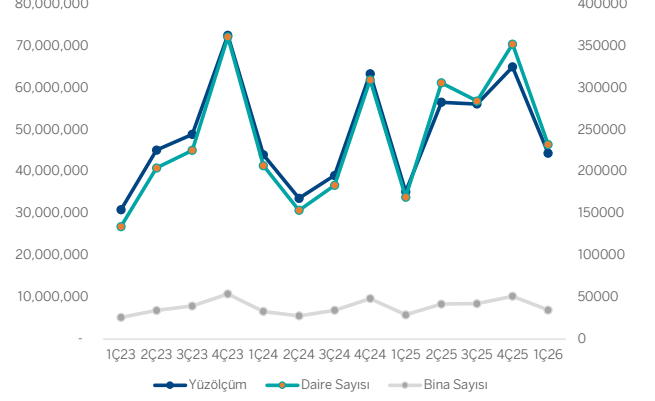
Önemli Grafikler

Klinker Stokları Dipten Yükseldi (Bin Ton)



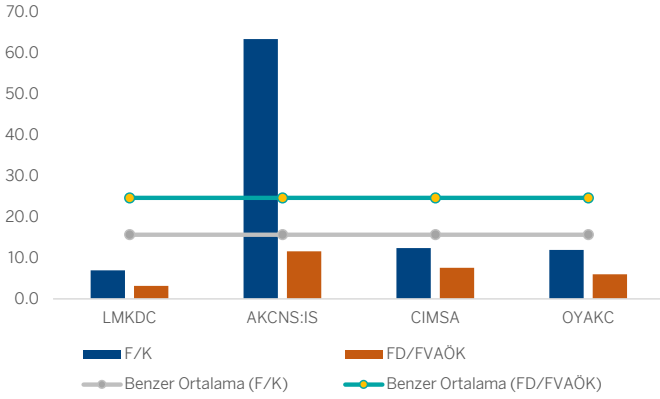
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

İnşaat İzinleri (Adet)



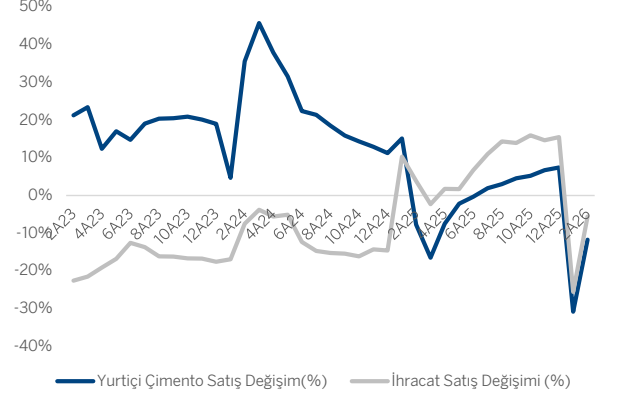
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, TUIK

SOA Çarpanlar & Benzer Şirketler Ortalaması



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Güçlü İhracat Performansı



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Yurt İçi Benzer Firmalar (BIST Taş Toprak Endeksi)

Kod	Şirket Adı	Piyasa Değeri	Klinker Kap.	F/Klinker	FD/Klinker	F/Satışlar	FD/FVAÖK	F/K	F/DD
AFYON:IS	Afyon Çimento	108	1.7	65	53	1.1	3.6	62.5	0.6
AKCNS:IS	Akçansa	959	7.0	137	122	1.6	9.8	60.3	1.6
BSOKE:IS	Batıçim Çimento	1179	1.3	907	959	8.3	200.9	n.a.	3.9
BTCIM:IS	Batıçim Batı Anadolu	625	3.0	208	274	1.8	31.1	n.a.	1.2
BUCIM:IS	Bursa Çimento	167	1.4	119	213	0.6	9.5	n.a.	0.4
CIMSA:IS	Çimsa	995	5.4	184	314	0.9	8.3	11.9	1.3
GOLTS:IS	Göltaş Çimento	118	3.2	38	54	0.7	9.2	12.6	0.5
KONYA:IS	Konya Çimento	398	1.7	234	241	2.5	20.5	75.9	3.7
LMKDC:IS	Limak Doğu Anadolu Çimen	259	2.4	108	86	1.2	2.6	5.9	1.4
NUHCM:IS	Nuh Çimento	694	4.6	151	130	1.6	7.2	207.4	1.4
OYAKC:IS	Oyak Çimento Fabrikaları	2196	12.6	174	153	1.6	5.7	11.5	1.4
BIENY:IS	Bien Yapı Ürünleri	173				0.6	5.5	n.a.	0.6
BOBET:IS	Boğaziçi Beton Sanayi ve Tic.	153				0.6	2.7	n.a.	1.0
CGCAM:IS	Çağdaş Cam Sanayi	152				2.7	10.0	13.3	1.3
CMBTN:IS	Çimbeton	63				0.6	56.1	n.a.	11.8
DOĞUB:IS	Doğusan	69				44.8	n.a.	n.a.	52.5
EGSER:IS	Ege Seramik	46				0.4	312.9	n.a.	1.0
KLKIM:IS	Kalekim Kimyevi Maddeler	263				1.0	3.8	10.8	1.6
KLSE:IS	Kaleseramik Çanakkale Kale	280				0.8	43.0	n.a.	1.9
KUTPO:IS	Kütahya Porselen	72				0.7	3.4	n.a.	0.7
MARBL:IS	Tureks Turunç Madencilik	61				0.7	7.5	n.a.	1.1
NIBAS:IS	Niğbaşı Niğde Beton	28				10.1	124.9	n.a.	2.8
QUAGR:IS	Qua Granit Hayal Yapı	219				0.9	6.8	n.a.	1.0
SERNT:IS	Seranit Granit Seramik	78				1.1	11.8	n.a.	0.8
USAK:IS	Uşak Seramik	74				0.6	6.5	37.5	0.5
Ortalama (XTAST)				211	236	3.5	37.6	46.3	3.8
Medyan (XTAST)				151	153	1.0	8.7	13.3	1.3
Ortalama (Çimento)						2.0	28.0	56.0	1.6
Medyan (Çimento)						1.6	9.2	36.4	1.4

Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

** Tüm veriler USD cinsindedir.

Yurt Dışı Benzer Firmalar

Şirket İsmi	F/K	FD/FVAÖK	PD/DD	FD/FVAÖK (Diğ. Ope. Gelir/Gider Dahil)
DANGOTE CEMENT	16.85	9.35	6.39	9.23
BUA CEMENT	25.98	20.27	13.10	20.30
HBMNG	8.40	11.18	7.21	11.11
TAIHEIYO CEMENT	17.62	5.53	0.69	5.53
CIMENTS DU MAROC	17.30	10.78	6.23	11.01
WEST CHINA CEMENT	9.85	6.94	0.67	6.63
SUMITOMO OSAKA CEMENT	14.96	6.34	0.91	6.34
CHINA RES. BUILDING MATERIALS	14.29	5.64	0.15	5.49
DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	0.00	0.00	14.57	0.00
LAFARGEHOLCIM BANGLADESH	14.00	8.43	3.38	8.48
ASIA CEMENT (CHINA) HOLDINGS	29.16	0.00	0.15	0.00
KUWAIT PORTLAND CEMENT	49.10	29.78	0.81	29.78
LOMA NEGRA CIA INDUSTRIA ARGENTINA	0.00	0.00	0.17	0.00
HEIDELBERG MATERIALS BANGLADESH	64.22	15.32	3.10	15.45
Ortalama	23.48	11.78	4.11	11.76

Kaynak: Equity RT

Yatırım Teması

Turkcimento verilerine göre, çimento satışları (yurt içi + ihracat) 2025'te yıllık +%10.6 artışla 92.6 milyon tona çıkmıştır. Dahası, ihracat bu performansın üzerinde yıllık +%15.5 artış kaydetmiştir. Bölgeler bazında, Doğu Anadolu %21 ile en yüksek büyümeye sahipken, bunu Akdeniz ve İç Anadolu yıllık %14 ve %16'lık değişimlerle takip etmiştir. 4A26 kümülatif verilere göre ise yurt içi ve ihracatta çimento satışları yıllık sırasıyla -%4 ve +%4 değişim göstermiştir.

4A26 dönemde G.Doğu Anadolu ve Doğu Anadolu bölgelerinde hacim bir önceki yıldan gelen yüksek baz etkisi ve mevsim koşullarının etkisiyle yıllık -%34.07 ve -%25 düşüş göstermiştir. İlk üç aydaki negatif etkiler **LMKDC'nin** 1Ç26 finansallarında takip edilmiştir.

Uluslararası tarafta, ABD ana ihracat pazarıyken toplam çimento ihracatı içerisinde %45.6 (3A26) paya sahiptir. Suriye aynı dönemde yıllık %88 artış (443mt) gösterirken toplam ihracatta bir diğer itici güç olmuştur. Bunu İtalya (347mt) Bulgaristan (148mt) ve Arnavutluk (131mt) takip etmiştir.

Türkiye klinker stokları ise geçen yılın aynı dönemindeki 6.3mt'ye kıyasla 3A26'da 7.5mt'ye yükselmiştir. 3A26 verilerine göre İtalya'ya gerçekleştirilen klinker ihracatı %32 düşüş gösterirken ABD'ye yapılan klinker ihracatındaki %48'lik iyileşme olumsuz etkiyi dengelemiştir. Düşüşe rağmen İtalya %15'lik payıyla Türkiye'nin klinker ihracatında öncü konumdadır.

Konut satışları y/y -%3 düşüşle, 6A26'da 699bin adede gerilemiştir. İlk el ve ikinci el satışlar bu dönemde +%1 ve -%5 değişmiştir. Yıllık 800bin adet civarında olan konut ihtiyacı düşünüldüğünde mevcut talep ortamının hala güçlü kalması beklenebilir.

İnşaat endeksi 2025 ve 2024'te %26 ve %24.6 yükselirken, değişim enflasyonun altında kalmıştır. Fiyatlamada zorluklar, zayıf emtia fiyatları (çelik, petrokimya vb.) görece zayıf görünümde öne çıkmıştır. Yurtiçinde zorlu fiyatlamaya karşın yurt dışına kıyasla yurtiçi daha karlı bir pazar imkanı sunmaktadır. **OYAKC** gelişmiş kapsama alanıyla karlı yurt içi pazarın talebine iyi konumlanmıştır.

Yurt içinde PTF fiyatları USD bazında geçtiğimiz üç ayda 32USD ile zayıf seyrini sürdürmüştür. Petkok tarafında ise 1Ç26'da çeyreklik olarak artışlar devam etmiştir. Çimento bir emtia ürünü olduğundan, maliyet artışları fiyatlama yoluyla yönetilebilmektedir.

Son satın alma & birleşme işlemlerine bakıldığında, Kars Çimento Arsem'e (Arkoz Maden) 51 milyon USD bedelle satılmıştır. Türkiye'de son yıllarda, en büyük montanlı satın alma Çimsa'nın Mannok'un önce %94.7 payını 330mn EUR bedelle, ardından kalan paylarını 20.4mn EUR karşılığında satın alması olmuştur.

Heidelberg'in Akçansa'da ortağı Sabancı Holding'in %39.72 payını 428mn USD bedelle satın alması bir başka takip edilen önemli işlemlerdendir. Bu işlem için şirket değeri 1.1mlr USD baz alınırken, 1 TL nominal değerli pay için 5.6 USD/hisse birim fiyat uygulanmıştır. İşlem sonrasında, Heidelberg Materials entegrasyonu sayesinde operasyonel verimlilik ve sinerji yaratımı hedeflenmektedir.

Borsa İstanbul Taş Toprak Endeksinde 25 halka açık çimento ve 11 yapı malzemeleri şirketi işlem görmektedir. Şirketlerin medyanı 13.6x F/K ve 8.8x FD/FVAÖK seviyesindedir.

Araştırma kapsamına aldığımız şirketler sürdürülebilirlik alanına güçlü odağı bulunmaktadır. Bu durum şirketlerin marjlarını desteklerken uluslararası standartlarla (SKDM gibi) tam uyum içinde olmayı sağlamaktadır. Öte yandan AB'de 1 Ocak 2026 yılında yürürlüğe giren SKDM kaynaklı olarak kısa vadede çimento ihracatında yavaşlama takip edilebilir.

Kanal İstanbul ve kentsel dönüşüm gibi projeler katalizör olarak takip edilebilir. Kanal İstanbul projesinin Küçükçekmece, Avcılar, Başakşehir ve Arnavutköy olmak üzere 43bin m2 alanı kapsamı beklenmektedir. **Akçansa** Kanal İstanbul projesinden coğrafi konumu sebebiyle daha çok faydalanabilecek hisse konumundadır. Geçmiş dönemde duyurulan TOKİ tarafından gerçekleştirilen 500 bin sosyal konut projesi, yeni metro inşaatları da iç talebi destekleyici unsurlardır.

Akçansa (AKCNS)

Endekse Paralel Getiri - Hedef Fiyat: 308.00TL/hisse

➤ AKCNS için önerimizi 308TL/hisse hedef fiyat ve Endekse Paralel Getiri (EP) ile başlatmaktayız. Hedef fiyatımıza %75 İNA ve %25 benzer şirketlerin çarpanları methodlarıyla yaptığımız değerlemeyle ulaşırken, hedef fiyatımız %30 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. i) Primli işlem görmesi ii) YBB güçlü hisse performansı (+%44) sonrası sınırlı yukarı potansiyel bu aşamada tavsiyemizin temel nedenleridir. AKCNS 2026 yılı tahminlerimize göre 9.3x FD/ FVAÖK katsayısında işlem görmektedir.

Şirket'in güçlü yanı: Lokasyon avantajı

Akçansa kapasitesi 1.9mt (Marmara'da %8 pay) olan İstanbul Büyükçekmece fabrikası ile Marmara'da güçlü varlığa sahiptir. Marmara Bölgesi 15mt çimento tüketimiyle toplam Türkiye'nin %19 tüketimini tek başına gerçekleştirmektedir. Beton operasyonları 2025'te 2.743 bin metreküp satışla önemli bir yer tutmaktadır. Şirket'in 31 beton (aktif 26), 4 agrega (aktif 3) tesisi bulunurken toplamda üretim kapasitesi 3.747K m³/yıl'dır. Büyük illere yakınlık yüksek faiz ortamında şirket için görece dirençli bir talep ortamı sağlamaktadır.

Esnek İhracat İmkânı

Yurt içi pazar geçtiğimiz iki yılda itici güç olmaya devam ederken (satış hacmi +%20), yurtiçinde yavaşlama olması durumunda satışlarını geliştirmiş limanları sayesinde yurtdışına yönlendirebilmesi mümkündür (Ambarlı & Çanakkale limanları 7.5mn ton/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.). Bununla birlikte, yurt içi pazarın yurt dışına kıyasla daha karlı kalmaya devam etmesini bekliyoruz. 2025 yıl genelinde yurt içi fiyat/mix 94 USD/mt iken yurt dışında bu 47.2 USD/mt seviyesindeydi. Buna göre satışları yurt dışına yöneltmek satış mixini aşağı çekeceğinden şirketin karlılığı üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. 2025 itibarıyla fiyat/mix 75USD/mt (Son 3 yıl ort. 84USD/mt) iken 26T'de sınırlı fiyatlamaya nedeniyle USD bazında y/y -%5'lik bir düşüş beklemekteyiz.

Sert yükseliş sonrasında sınırlı yukarı potansiyel

AKCNS'nın marjı 2023 yılındaki %21 ile tepeyi bulduktan sonra büyük ölçüde brüt kar marjındaki daralmanın etkisiyle 2025 yılında %13.6'ya kadar gerilemiştir. 2028 yılına kadar kademeli şekilde FVAÖK marjının %22.3'e çıkmasını beklemekteyiz. 2029 ve sonrası dönemde ise marj varsayımımız %24'tür. Heidelberg'in pay alımı sonrasında oluşan zorunlu pay alım teklifi (260.2TL) kısa vadede katalizör olarak takip edildi. Yakın geçmişte duyurulan orta vadeli hedefler hisse senedi fiyatı üzerinde katalizör görevi görebilir. Hatırlatmak gerekirse Şirket yönetimi 2030 yılında FVAÖK marjının +%25 olmasını, İS/Satışlar oranının %10'dan (2025: 11%) düşük olmasını net yatırım harcamaları tutarının ise 25-35mn EUR (2025: c.EUR40mn) arasında olmasını beklemektedir. Açıklanan beklentiler Akçansa'nın tarihsel verilerine kıyasla bir dönüşüme işaret etmektedir. Şirket'in net nakit pozisyonu (1Ç26: TL71mn) ve serbest nakit akım kabiliyeti (2026T 41mn USD) düşünüldüğünde, bu dönüşüm sürecinde aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır.

Riskler.

İç talepte yavaşlama, yüksek enerji fiyatları, kâr marjları üzerinde baskı unsuru olabilecektir. Artan işletme sermayesi ihtiyacı da serbest nakit akımı üzerinde baskı unsuru olabilir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	
TL236.20	TL308.00	30%	
Piyasa Değeri			
TL45,220mn	USD959mn		
Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:	AKCNS:IS.TI / AKCNS:IS.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	25%	15%	29%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	122.38 / 241.3		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	156.8		
YBB TL Getiri:	44%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.49		
BİST-100'deki ağırlığı	0.33%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	191		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	8.6%	11.2%	

Kısaca Şirket

Akçansa, Akçimento ve Çanakkale Çimento'nun 1996 yılında birleşmesi sonucunda faaliyetlerine başlamıştır. Sabancı Holding ve Heidelberg Materials ortak kuruluşu olmasının yanı sıra halka açık ortaklık yapısıyla geleceğe güvenle ilerlemektedir. Akçansa, Türkiye'nin çimento ihtiyacının %7'sini, toplam çimento ve klinker ihracatının ise %11'ini karşılamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Heidelberg Materials	79.4%
Diğer	20.6%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar

	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	28,291	24,609	31,190	40,231
Yıllık Değişim	-20%	-13%	27%	29%
FVAÖK (TLmn)	5,051	3,337	4,878	8,223
Yıllık Değişim	-32%	-34%	46%	69%
Net Kar (TLmn)	2,189	726	836	3,048
Yıllık Değişim	-51%	-67%	15%	265%
Özkaynaklar (TLmn)	26,905	25,041	31,005	41,232
Yıllık Değişim	3%	-7%	24%	33%
F/DD (x)	1.68	1.81	1.46	1.10
F/K (x)	20.66	62.27	54.09	14.83
FD/FVAÖK(x)	8.94	13.53	9.26	5.49
Hisse Başına Kar(TL)	11.43	3.79	4.37	15.92
Hisse Başına Temettü	6.01	6.27	0.00	0.00
Temettü Verimi	2.5%	2.7%	0.0%	0.0%
Özkaynak Karlılığı	8%	24%	9%	13%

AKCNS Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	28,291	24,609	31,190	40,231
Satışların Maliyeti	-23,572	-21,450	-26,200	-31,782
Brüt Kar	4,719	3,159	4,990	8,448
OPEX	-1,329	-1,542	-1,914	-2,469
Operasyonel Kar	3,390	1,617	3,076	5,979
FVAÖK	5,051	3,337	4,878	8,223
Diğer Gelir/Gider	-111	13	13	13
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-119	63	-1,872	-2,856
Vergi Öncesi Kar	3,306	1,762	1,115	4,064
Vergi	-1,117	-1,036	-279	-1,016
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	2,189	726	836	3,048
Brüt Kar Marjı	16.7%	12.8%	16.0%	21.0%
Faaliyet Kar Marjı	12.0%	6.6%	9.9%	14.9%
FVAÖK Marjı	17.9%	13.6%	15.6%	20.4%
Net Kar marjı	7.7%	3.0%	2.7%	7.6%
Satış Büyümesi	-20%	-13%	27%	29%
FVAÖK büyümesi	-32%	-34%	46%	69%
Net Kar büyümesi	-51%	-67%	15%	265%
Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	13,827	13,741	22,662	35,757
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,902	6,036	13,209	23,362
Ticari Alacaklar	4,473	4,846	6,409	8,267
Stoklar	2,706	2,168	2,250	3,212
Diğer Dönen Varlıklar	745	691	794	916
Duran Varlıklar	22,958	22,699	25,309	29,312
Toplam Varlıklar	36,785	36,440	47,971	65,068
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,478	9,248	12,891	17,338
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,913	4,186	6,686	9,186
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	4,913	4,383	5,500	7,401
Diğer Borçlar	652	679	705	750
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,403	2,151	4,075	6,499
Uzun Vadeli Borçlanmalar	391	749	2,673	5,096
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,012	1,402	1,402	1,402
Özkaynaklar	26,905	25,041	31,005	41,232
Toplam Kaynaklar	36,785	36,440	47,971	65,068
Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FVAÖK	5,051	3,337	4,878	8,223
İşletme Sermayesindeki değişim	337	899	528	918
Faaliyetlerden nakit akımı	5,388	4,236	5,406	9,141
Yatırımlar	-1,523	-2,038	-1,924	-2,424
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akımı	-941	-1,976	3,482	6,718
Temettü	-1,150	-1,200	-360	0
Net borçtaki değişim	592	-890	-2,749	-5,230
Finansman faaliyetlerinden nakit akımı	-558	-2,090	-3,109	-5,230
Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FVAÖK	-0.5	-0.3	-0.8	-1.1
Net Borç/Sermaye	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Yatırımlar/Satış gelirleri	5%	8%	6%	6%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirler	1.2%	3.7%	1.7%	2.3%
Özkaynak Kârlılığı	8.3%	2.8%	3.0%	8.4%
Yatırılan Sermaye Getirisi	8.5%	4.0%	6.6%	9.4%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

AKCNS Değerleme

Değerleme Özeti

Değerleme Yöntemi (Milyon USD)	Ulaşılan Değer	Ağırlık (%)	Katkı
İNA	1195	75	896
Benzer Şirketler Karşılaştırması	947	25	237
Ulaşılan Değerleme			1133
2026T USD/TRY			52
Hisse Sayısı			191
Hedef Fiyat (TL/hisse)			308.0
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)			236.2
Yükseliş Potansiyeli (%)			30.4%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

USD bazlı indirgenmiş nakit akım tablomuz, 1.1mlr USD hedef piyasa değerine işaret etmektedir. Değerleme varsayımlarımız, 9.0% risksiz getiri oranı, 0.8x beta, 12.2% AOSM'den oluşmaktadır.

Milyon USD	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Hasılat	572	600	614	617	622	639	655	672	690	708
FVAÖK	78	94	126	132	144	148	151	154	157	161
FVAÖK Marjı (%)	14%	16%	20%	21%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Vergi (-)	0	6	9	14	15	17	17	18	18	18
İS Değişimi (-)	21	10	14	13	11	9	8	8	8	7
Yat. Harcamaları (-)	30	37	37	37	37	32	32	32	32	32
SNA	26	41	66	68	81	91	94	97	100	103
İndirgeme Oranı	0	1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
İNA		41	59	54	57	58	53	48	45	41
Risksiz Getiri		9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta		0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Hisse Risk Primi		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Maliyeti		11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
Borçlanma Maliyeti		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Vergi Oranı		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Borçlanma Oranı		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
AOSM		12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%

2026T & 2034T İNA Toplamı	456
Uç Değer (10x FVAÖK)	641
Şimdiki Değerin Değerlemedeki Payı (%)	42%
Hedef Değer	1096
Net Borç (-)	0
Finansal Yatırımlar (+)	98
Azinlık Payları (-)	0
Hedef Piyasa Değeri	1195

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

AKCNS Değerleme

Benzer şirketlerle kıyasladığımızda **AKCNS** emsallerindeki 11.8x'e kıyasla son kapanışta 11.7x FD/FVAÖK çarpanında işlem görmektedir. Değerleme çarpanı olarak ise 2026 yılı FVAÖK tahminimize 8.0x değerleme çarpanı uygulayarak hedef firma değerine ardından hedef piyasa değerine ulaştık.

Şirket İsmi	F/K	FD/FVAÖK	F/DD	FD/FVAÖK (Diğer)
DANGOTE CEMENT	16.8	9.3	6.4	9.2
BUA CEMENT	26.0	20.3	13.1	20.3
HBMNG	8.4	11.2	7.2	11.1
TAIHEIYO CEMENT	17.6	5.5	0.7	5.5
CIMENTS DU MAROC	17.3	10.8	6.2	11.0
WEST CHINA CEMENT	9.9	6.9	0.7	6.6
SUMITOMO OSAKA CEMENT	15.0	6.3	0.9	6.3
CHINA RES. BUILDING MATERIALS	14.3	5.6	0.1	5.5
DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	0.0	0.0	14.6	0.0
LAFARGEHOLCIM BANGLADESH	14.0	8.4	3.4	8.5
ASIA CEMENT (CHINA) HOLDINGS	29.2	0.0	0.1	0.0
KUWAIT PORTLAND CEMENT	49.1	29.8	0.8	29.8
LOMA NEGRA CIA INDUSTRIA ARGENTINA	0.0	0.0	0.2	0.0
HEIDELBERG MATERIALS BANGLADESH	64.2	15.3	3.1	15.4
Average	23.5	11.8	4.1	11.8
Hedef çarpan değerlendirme				
AKCNS 2026 EBITDA	94			
Hedef çarpan	8.0			
FD	849			
Net borç (net nakit)	0			
Finansal Yatırımlar (+)	98			
Azınlık payları (-)	0			
Hedef piyasa değeri (USDmn)	947			

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Equity RT

- Çimsa'yı 64.30TL hedef fiyat ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hedef fiyatımız +%30'luk bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. CİMSA hisse senetleri 2026T beklentilerimize göre 8.3x F/K ve 6.8x FD/FVAÖK katsayılarında işlem görmektedir.

Küresel ayak izini başarılı satın alımlarla genişletiyor

Şirket 2022 yılında Kayseri ve Niğde fabrikalarını (110mn EUR) Fernas'a satmasının ardından, portföyüne Mannok'u başarılı şekilde ekledi (330mn EUR ve kalan paylarını 20mn EUR bedelle satın alındı). Böylece, şirket daha fazla genişleme için güçlü bir temel kazanırken, ürün portföyünü çeşitlendirmeyi de başardı. Yurtiçi ve yurtdışında gerçekleştirdiği satın almalar, kapasite yatırımları ve fabrika satışları sonrasında üretim kapasitesi 130 bin ton CAC, 4.8mt gri ve 2.3mt beyaz çimentoya ulaştı. Satış hacminin 2026 ve 2027 yıllarında +%4 ve +%5 artış göstermesini beklemekteyiz. Böylece, tahminlerimize göre fiyat artışları (2026 ve 2027 yıllarında +%30 ve +%32) özellikle yurt içi hasılatla öne çıkacaktır.

Sürdürülebilir karlılık görünümü

2025 yılında Mannok satın alımının tüm yıl etkisi takip edildi. Satın alım etkisi hariç bakıldığında, Mannok'un FVAÖK marjı (23.5%) CİMSA'nın esas marjından (18%) daha yüksek seviyede idi. Satın alma kaynaklı marjlarda daralma etkisi olmazken, 2026 yılında marjların yatay kalmasını beklemekteyiz.

Yüksek yenilebilir enerji odağı marjları destekliyor

Eylül 2023 ve Mayıs 2024 tarihlerinde Afyon (3.3 MW güç) ve Bunol (7.2MW güç) tesislerindeki GES santrali yatırımları tamamlandı. Ek olarak, 14.2MW kapasiteye sahip WHR tesisi de Eskişehir'de kuruldu. Yüksek sürdürülebilir enerjiye ek olarak, lider alternatif yakıt odağını benzerleri arasında korumaktadır. 2023 itibarıyla, şirketin alternatif yakıt oranı Bunol'deki %29 gibi yüksek oran sayesinde sektör ortalaması olan %10'un üzerinde %30 seviyesindedir. Güçlü Ar-Ge odağı da şirketin odakları arasındadır. Şirket'in Mersin (2017) ve Munich'te (2023) olmak üzere iki farklı Ar-Ge tesisi bulunmaktadır.

Düzenli temettü oyuncusu

TL'de reel değerlenme, görece yüksek TÜFE ve TMS29 (enflasyon muhasebesi) uygulaması 2025 yılında finansallar üzerinde baskı kurdu. Çimsa son 5 yılda toplamda 6.5mlr TL temettü dağıtımını gerçekleştirdi. Son olarak şirket 1 Nisan 2026'da 700mn TL (%22 dağıtım oranı) temettü dağıtımını gerçekleştirirken bu %1.54 temettü verimine işaret etti. Paralel şekilde, 2026 ve 2027 yıllarında 1.0mlr TL ve 2.0mlr TL temettü dağıtımını beklerken bu sırasıyla %2 ve %4 temettü verimine karşılık gelmektedir.

Riskler

Yüksek enerji fiyatları ana risk faktörüdür. Negatif etkinin yenilenebilir enerji ve daha yüksek alternatif enerji kullanımıyla hafifletilebileceğini düşünmekteyiz. TL'nin reel değer kazandığı dönemlerde şirket, katma değerli ürünleriyle ayrışabilir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL49.64	TL64.3	30%
Piyasa Değeri		
TL46,939mn	USD995mn	

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	CİMSA.TI / CİMSA.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	3%	-8%	-24%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	41.38 / 59		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	338.5		
YBB TL Getiri:	8%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.99		
BİST-100'deki ağırlığı	0.35%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	946		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	9.1%	7.8%	

Kısaca Şirket

1972 yılında kurulan Sabancı Holding iştiraki Çimsa, gri çimentonun yanı sıra beyaz çimento ve CAC (kalsiyum alüminat çimentosu) üretiminde küresel bir liderdir. Mersin, Eskişehir, Afyonkarahisar fabrikaları ve uluslararası iştirakleriyle (İspanya, Almanya vb.) 46'dan fazla ülkeye ihracat yapan, AR-GE odaklı ve sürdürülebilirlik hedefleri olan bir yapı malzemeleri şirkettir.

Ortaklık Yapısı

Sabancı Holding	54.5%
Akçansa	9.0%
Diğer	36.5%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	36,847	45,907	59,224	79,362
Yıllık Değişim	-5%	25%	29%	34%
FVAÖK (TLmn)	6,658	8,238	10,439	14,453
Yıllık Değişim	-4%	24%	27%	38%
Net Kar (TLmn)	3,518	3,102	5,669	10,090
Yıllık Değişim	-25%	n.a.	83%	78%
Özkaynaklar (TLmn)	41,934	43,454	28,007	37,391
Yıllık Değişim	-11%	4%	-36%	34%
F/DD (x)	1.12	1.08	1.68	1.26
F/K (x)	13.34	15.13	8.28	4.65
FD/FVAÖK (x)	10.56	8.54	6.74	4.86
Hisse Başına Kar(TL)	3.72	3.28	6.00	10.67
Hisse Başına Temettü	0.63	0.74	1.07	2.11
Temettü Verimi (%)	1%	1%	2%	4%
Özkaynak Karlılığı	8%	7%	16%	31%

CİMSA Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	36,847	45,907	59,224	79,362
Satışların Maliyeti	-28,935	-36,915	2,026	2,027
Brüt Kar	7,911	8,991	59,224	79,362
OPEX	-3,818	-4,927	-42,941	-54,760
Operasyonel Kar	4,093	4,065	-592	-794
FVAÖK	6,658	8,238	10,439	14,453
Diğer Gelir/Gider	549	862	4,612	7,772
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	224	648	2,239	4,939
Vergi Öncesi Kar	5,111	4,552	8,025	14,284
Vergi	-1,113	-746	3,647	7,303
Azınlık Payları	3,054	3,806	6,019	10,713
Net Kar	3,518	3,102	5,669	10,090
Brüt Kar Marjı	21.5%	19.6%	100.0%	100.0%
Faaliyet Kar Marjı	11.1%	8.9%	-1.0%	-1.0%
FVAÖK Marjı	18.1%	17.9%	17.6%	18.2%
Net Kar marjı	9.5%	6.8%	9.6%	12.7%
Satış Büyümesi	-5%	25%	29%	34%
FVAÖK büyümesi	-4%	24%	27%	38%
Net Kar büyümesi	-25%	-12%	83%	78%
Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	25,239	24,996	22,790	30,623
Nakit ve Nakit Benzerleri	10,062	9,737	3,138	4,688
Ticari Alacaklar	7,406	7,822	10,091	13,522
Stoklar	6,765	6,787	8,874	11,672
Diğer Dönen Varlıklar	1,006	651	687	741
Duran Varlıklar	63,250	67,605	75,665	90,801
Toplam Varlıklar	88,488	92,601	98,454	121,424
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32,379	22,653	28,619	35,241
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18,156	7,471	9,971	12,471
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	8,699	8,551	11,637	15,307
Diğer Borçlar	5,523	6,631	7,011	7,462
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,176	26,494	31,248	37,588
Uzun Vadeli Borçlanmalar	9,973	21,747	26,167	32,062
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,203	4,746	5,080	5,526
Özkaynaklar	41,934	43,454	28,007	37,391
Toplam Kaynaklar	88,488	92,601	98,454	121,424
Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FVAÖK	6,658	8,238	10,439	14,453
İşletme Sermayesindeki değişim	2,173	1,878	1,270	2,560
Faaliyetlerden nakit akımı	8,831	10,116	11,709	17,013
Yatırımlar	-3,824	-9,965	-4,420	-5,895
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akım	-19,086	-8,578	-4,420	-5,895
Temettü	-1,000	-600	-700	-1,204
Net borçtaki değişim	8,740	5,877	13,518	6,845
Finansman faaliyetlerinden nakit akım	7,740	5,277	12,818	5,641
Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FVAÖK	2.7	2.4	3.2	2.8
Net Borç/Sermaye	0.4	0.4	1.2	1.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	10%	22%	7%	7%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	5.9%	4.1%	2.1%	3.2%
Özkaynak Kârlılığı	8.2%	7.3%	15.9%	30.9%
Yatırılan Sermaye Getirisi	4.7%	4.3%	-0.6%	-0.8%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

CİMSA Değerleme

Özet Değerleme

Değerleme Yöntemi (Milyon USD)	Ulaşılan Değer	Ağırlık (%)	Katkı
İNA	1263	75	947
Benzer Şirketler Karşılaştırması	889	25	222
Ulaşılan Değerleme			1170
2026T USD/TRY			52
Hisse Sayısı			946
Hedef Fiyat (TL/hisse)			64.3
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)			49.6
Yükseliş Potansiyeli (%)			30%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

USD bazlı İNA çalışmamız 1.2mlr USD'ye işaret etmektedir. Değerleme varsayımlarımız ise 9.0% risksiz getiri oranı, 0.8x beta, 13.1% AOSM içermektedir.

Milyon USD	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	1068	1139	1212	1277	1348	1319	1393	1471	1554	1641
FVAÖK	192	201	221	253	273	273	290	308	324	341
FVAÖK Marjı (%)	18%	18%	18%	20%	20%	21%	21%	21%	21%	21%
Vergi (Faaliyet Karından %)	0	14	13	18	23	26	26	28	31	33
İ.S. Değişim (-)	44	24	39	38	36	15	26	26	26	26
Yat. Harcamaları (-)	228	85	90	90	90	91	92	93	94	95
Serbest Nakit Akımı	-80	77	78	108	124	142	147	162	174	187
İndirgeme Oranı		1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
İndirgenmiş Nakit Akımı		77	69	84	86	87	79	77	74	70
Risksiz Faiz Oranı		9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta		0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Hisse Risk Primi		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Sermaye Maliyeti		11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
Borçlanma Maliyeti		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Vergin Oranı		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Borç Oranı		35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
AOSM		13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%

2026 & 2034T SNA Toplamı	704
Uç Değer (10x 2034T FVAÖK)	1276
2026 & 2034T payı (%)	36%
Hedef Firma Değeri	1980
Net Borç (-)	496
Azınlık Payları (-)	221
Hedef Piyasa Değeri	1263

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

CIMSA Değerleme

Benzer şirketlerle kıyasladığımızda **CIMSA** emsallerindeki 11.8x'e kıyasla son kapanışta 7.7x FD/FVAÖK çarpanında işlem görmektedir. Değerleme çarpanı olarak ise 2026 yılı FVAÖK tahminimize 8.0x değerlendirme çarpanı uygulayarak hedef firma değerine ardından hedef piyasa değerine ulaştık.

Şirket İsmi	F/K	FD/FVAÖK	F/DD	FD/FVAÖK (diğer)
DANGOTE CEMENT	16.8	9.3	6.4	9.2
BUA CEMENT	26.0	20.3	13.1	20.3
HBMNG	8.4	11.2	7.2	11.1
TAIHEIYO CEMENT	17.6	5.5	0.7	5.5
CIMENTS DU MAROC	17.3	10.8	6.2	11.0
WEST CHINA CEMENT	9.9	6.9	0.7	6.6
SUMITOMO OSAKA CEMENT	15.0	6.3	0.9	6.3
CHINA RES. BUILDING MATERIALS	14.3	5.6	0.1	5.5
DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	0.0	0.0	14.6	0.0
LAFARGEHOLCIM BANGLADESH	14.0	8.4	3.4	8.5
ASIA CEMENT (CHINA) HOLDINGS	29.2	0.0	0.1	0.0
KUWAIT PORTLAND CEMENT	49.1	29.8	0.8	29.8
LOMA NEGRA CIA INDUSTRIA ARGENTINA	0.0	0.0	0.2	0.0
HEIDELBERG MATERIALS BANGLADESH	64.2	15.3	3.1	15.4
Average	23.5	11.8	4.1	11.8
Hedef çarpan değerlendirme				
CIMSA 2026 EBITDA	201			
Hedef çarpan	8.0			
FD	1606			
Net Borç (net nakit)	496			
Azınlık payları (-)	221			
Piyasa Değeri (USDmn)	889			

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Equity RT

Limak Doğu Çimento (LMKDC)

Endeks Üzeri Getiri - Hedef Fiyat: 52.00TL/hisse

- Limak Doğu Çimento'yu 52.0TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri (EÜ) tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hedef fiyatımız +%120'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. LMKDC hisse senetleri 2026 beklentilerimize göre 3.8x FD/FVAÖK katsayılarında işlem görmektedir.

Lokasyon avantajı, yüksek karlılık

Türkiye'nin en büyük ikinci üreticisinin bir iştiraki olan LMKDC'nin yıllık 2.4mn ton klinker, 3.6mn ton çimento üretim kapasitesi ve Ergani & Şanlıurfa'daki fabrikalarıyla coğrafi olarak iyi konumlandığını düşünmekteyiz. Bu yurtiçi benzerlerine kıyasla şirketin görece daha yüksek karlılık oranlarına (FVAÖK marjı son 3 yıl ortalaması %40.5'ti) sahip olmasını sağlamaktadır. Hava koşulları ve yüksek baz nedeniyle 1Ç26'da %26'ya gerileyen FVAÖK marjının tüm yılda kademeli olarak iyileşerek %30'a çıkmasını bekliyoruz.

Görece Zayıf İlk Çeyrek

Türkiye'de çimento satışları 2A26'da %11.8 düşerken, 1Ç26'da Güneydoğu Anadolu bölgesindeki çimento satışları %41.4 düşüş gösterdi. Limak Doğu'nun yurt içi satışları da buna benzer şekilde ilk çeyrekte %41.8 gerileme kaydetti. İlk çeyrekteki sert düşüşe rağmen tüm yılda satışların %20 seviyesinde gerileme kaydetmesini ve 2023 yılına yakın seviyede gerçekleşmesini bekliyoruz. İlk çeyreğin sektör için düşük sezon olduğu da ayrıca not ediyoruz.

Cazip Değerleme, Düzenli Nakit Akımı

LMKDC, normalleştirilmiş 2026 beklentilerimiz hesaba katıldığında yalnızca 3.8x FD/FVAÖK katsayısında işlem görüyor ki bu yurt içi benzerlerine kıyasla derin bir iskontoya işaret ediyor. Şirket'in 2026/03 itibarıyla 2.3mlr TL net nakit pozisyonunda olması, düzenli nakit akım kabiliyeti değerlemeyi orta vadede destekleyici unsurlardır. Bununla birlikte 2026 ve 2027 temettü beklentilerimiz olan 900mn TL ve 1.3mlr TL %7.4 ve %10.6 temettü verimine işaret etmektedir. Yüksek temettü verimliliğine sahip olunması volatil piyasa ortamında cazip değerlendirme hesaba katıldığında aşağı yönlü riskleri sınırlandırmaktadır.

Başarılı Enerji Yatırımları

Limak Doğu, 3.92MW Diyarbakır, 7.72MW Şanlıurfa'da olmak üzere iki GES yatırımını devreye almıştır. Bu yatırımlar ilgili fabrikaların yaklaşık %8 ve %6 elektrik tüketimini karşılamaktadır. Yönetimin uzun vadeli hedeflerine bakıldığında, yenilenebilir enerjinin öz tüketimi karşılama oranının 2025'teki %1.9'dan 2030 yılına kadar +%40 çıkması beklenmektedir. Aynı dönemde alternatif yakıt kullanımı oranının da 2025'teki %0.3'ten +%50'ye çıkması planlanmaktadır. Alternatif hammadde kullanım oranlarının ise %4 seviyesinde yatay kalması hedeflenmektedir. Şirket'in uzun vadeli yenilenebilir enerji vizyonu elektrik fiyatlarındaki sert değişimlere karşı marjlarını koruyabilir.

Riskler

Yüksek petkok fiyatları, satış hacminde daha fazla düşüş değerlendirme üzerinde riskler unsurlarıdır.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL23.66	TL52.00	120%

Piyasa Değeri
TL12,213mn USD259mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	LMKDC.TI / LMKDC.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	-12%	-26%	-34%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	22.82 / 35.67		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	217.1		
YBB TL Getiri:	-12%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.81		
BIST-100'deki ağırlığı	0.09%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	516		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	1.3%	0.9%	

Kısaca Şirket

Limak Çimento Limak Şirketler Grubu iştiraki olup bölgedeki ve ülkedeki çimento talebini karşılamak amacıyla faaliyet gösteren, klinker, çimento ve hazır beton üretimi gerçekleştiren halka açık bir şirkettir. Şirketin üretim üsleri arasında Kurtalan (Siirt) çimento fabrikası, Şanlıurfa ve Ergani (Diyarbakır) şubeleri bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Limak Çimento	73.2%
Diğer	26.8%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	8,132	8,726	8,726	11,393
Yıllık Değişim	8%	7%	0%	31%
FVAÖK (TLmn)	3,457	3,456	2,638	3,984
Yıllık Değişim	17%	0%	-24%	51%
Net Kar (TLmn)	2,828	2,024	1,081	2,189
Yıllık Değişim	-1%	-28%	-47%	102%
Özkaynaklar (TLmn)	6,123	7,576	8,825	12,111
Yıllık Değişim	43%	24%	16%	37%
F/DD (x)	2.0	1.6	1.4	1.0
F/K (x)	4.3	6.0	11.3	5.6
FD/FVAÖK(x)	2.9	2.9	3.8	2.5
Hisse Başına Kar(TL)	5.8	3.9	2.1	4.2
Hisse Başına Temettü	1.0	2.0	1.7	2.5
Temettü Verimi	4%	8%	7%	11%
Özkaynak Karlılığı	54%	30%	13%	21%

LMKDC Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	8,132	8,726	8,726	11,393
Satışların Maliyeti	-4,599	-5,190	-6,108	-7,497
Brüt Kar	3,532	3,536	2,618	3,896
OPEX	-367	-477	-524	-684
Operasyonel Kar	3,166	3,059	2,094	3,213
FVAÖK	3,457	3,456	2,638	3,984
Diğer Gelir/Gider	-4	26	26	3,238
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-379	-205	-41	-61
Vergi Öncesi Kar	2,783	2,879	-1,006	-540
Vergi	45	-855	-360	-730
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	2,828	2,024	1,081	2,189
Brüt Kar Marjı	43.4%	40.5%	30.0%	34.2%
Faaliyet Kar Marjı	38.9%	35.1%	24.0%	28.2%
FVAÖK Marjı	42.5%	39.6%	30.2%	35.0%
Net Kar marjı	34.8%	23.2%	12.4%	19.2%
Satış Büyümesi	8%	7%	0%	31%
FVAÖK büyümesi	17%	0%	-24%	51%
Net Kar büyümesi	-1%	-28%	-47%	102%

Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	3,669	5,053	4,745	5,634
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,671	2,461	1,875	2,209
Ticari Alacaklar	1,248	1,749	1,793	2,279
Stoklar	697	767	1,000	1,068
Diğer Dönen Varlıklar	54	77	73	73
Duran Varlıklar	3,619	4,638	6,546	9,140
Toplam Varlıklar	7,288	9,692	11,291	14,773
Kısa Vadeli Yükümlülükler	989	1,647	2,079	2,145
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	85	85	85
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	611	1,083	1,500	1,564
Diğer Borçlar	378	479	494	496
Uzun Vadeli Yükümlülükler	176	469	387	518
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	84	188	319
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	176	386	199	199
Özkaynaklar	6,123	7,576	8,825	12,111
Toplam Kaynaklar	7,288	9,692	11,291	14,773

Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FVAÖK	3,457	3,456	2,638	3,984
İşletme Sermayesindeki değişim	337	899	-140	490
Faaliyetlerden nakit akımı	3,794	4,355	2,498	4,474
Yatırımlar	-464	-970	-1,664	-2,096
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akımı	-443	-657	834	2,378
Temettü	-1,150	-1,200	-1,032	-900
Net borçtaki değişim	592	-890	369	281
Finansman faaliyetlerinden nakit akımı	-558	-2,090	-663	-619

Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FVAÖK	-0.5	-0.7	-0.6	-0.5
Net Borç/Sermaye	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	6%	11%	19%	18%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	4.1%	10.3%	-1.6%	4.3%
Özkaynak Kârlılığı	54.3%	29.5%	13.2%	20.9%
Yatırılan Sermaye Getirisi	45.6%	33.1%	18.7%	22.3%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

LMKDC Değerleme

Özet Değerleme

Değerleme Yöntemi (Milyon USD)	Ulaşılan Değer	Ağırlık (%)	Katkı
İNA	518	75	388
Benzer Şirketler Karşılaştırması	504	25	126
Ulaşılan Değerleme			514
2026T USD/TRY			52
Hisse Sayısı			516
Hedef Fiyat (TL/hisse)			52.0
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)			23.7
Yükseliş Potansiyeli (%)			120%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

İNA'da değerleme varsayımlarımız ise 9.0% risksiz getiri oranı, 0.75x beta, 11.6% AOSM içermektedir.

Milyon USD	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Hasılat	203	168	174	177	181	188	195	202	210	218
FVAÖK	80	51	61	65	67	70	71	75	78	80
FVAÖK Marjı (%)	40%	30%	35%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
Vergi (-)	0	11	6	7	8	8	8	8	8	9
İS Değişimi (-)	10	-3	7	6	5	4	4	4	4	4
Yat. Harcamaları (-)	40	32	32	32	32	32	32	32	32	32
SNA	30	11	15	20	22	26	27	31	34	36
İndirgeme Oranı	0	1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
İNA		11	14	16	16	17	16	16	16	15
Risksiz Getiri		9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta		0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Hisse Risk Primi		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Maliyeti		10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Borçlanma Maliyeti		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Vergi Oranı		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Borçlanma Oranı		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
AOSM		11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%

2026T & 2034T İNA Toplamı	136
Uç Değer (10x FVAÖK)	333
Şimdiki Değerin Değerlemedeki Payı (%)	29%
Hedef Değer	468
Net Borç (-)	-49
Finansal Yatırımlar (+)	0
Azınlık Payları (-)	0
Hedef Piyasa Değeri	518

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

LMKDC Değerleme

Benzer şirketlerle kıyasladığımızda **LMKDC** emsallerindeki 11.8x'e kıyasla son kapanışta 2.8x FD/FVAÖK çarpanında işlem görmektedir. Değerleme çarpanı olarak ise 2026 yılı FVAÖK tahminimize 8.0x değerlendirme çarpanı uygulayarak hedef firma değerine ardından hedef piyasa değerine ulaştık.

Şirket İsmi	F/K	FD/FVAÖK	F/DD	FD/FVAÖK (Diğer Dahil)
DANGOTE CEMENT	16.8	9.3	6.4	9.2
BUA CEMENT	26.0	20.3	13.1	20.3
HBMNG	8.4	11.2	7.2	11.1
TAIHEIYO CEMENT	17.6	5.5	0.7	5.5
CIMENTS DU MAROC	17.3	10.8	6.2	11.0
WEST CHINA CEMENT	9.9	6.9	0.7	6.6
SUMITOMO OSAKA CEMENT	15.0	6.3	0.9	6.3
CHINA RES. BUILDING MATERIALS	14.3	5.6	0.1	5.5
DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	0.0	0.0	14.6	0.0
LAFARGEHOLCIM BANGLADESH	14.0	8.4	3.4	8.5
ASIA CEMENT (CHINA) HOLDINGS	29.2	0.0	0.1	0.0
KUWAIT PORTLAND CEMENT	49.1	29.8	0.8	29.8
LOMA NEGRA CIA INDUSTRIA ARGENTINA	0.0	0.0	0.2	0.0
HEIDELBERG MATERIALS BANGLADESH	64.2	15.3	3.1	15.4
Ortalama	23.5	11.8	4.1	11.8
Hedef çarpan değerlendirme				
LMKDC 2026 EBITDA	51			
Target Multiple	8.0			
FD	455			
Net borç (net nakit)	-49			
Financial yatırımlar (+)	0			
Azınlık payları (-)	0			
Piyasa Değeri (USDmn)	504			

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Equity RT

Oyak Çimento (OYAKC)

Endeks Üzeri Getiri - Hedef Fiyat: 33.00TL

- OYAKC için 33.00TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. İNA (%75 ağırlık) ve benzer şirket (%25 ağırlık) katsayıları metotlarıyla ulaştığımız hedef fiyat %55'lik bir yükseliş potansiyeli sunmaktadır. 2026 tahminlerimize göre OYAKC 13.4x F/K ve 5.4x FD/FVAÖK katsayılarında işlem görmektedir.

Türkiye'nin tüm bölgeleri için etkili kapsama alanı

Oyak Çimento sırasıyla 24mt çimento ve 12.6mt klinker kapasitesiyle Türkiye'nin lider oyuncusudur. Şirket'in yurt içinde 7 entegre tesisi bulunurken, bu gelişmiş bir kapsama alanı sağlamaktadır. 26T'de şirketin hasılatındaki büyümenin enflasyonun %4 (26T: %32) üzerinde olmasını bekliyoruz. 2026 yılı satış hacmindeki büyüme beklentimiz %3 iken fiyat artışlarının hasılatındaki büyümede etkili olmasını bekliyoruz. Karlılık tarafında ise brüt kar marjında iyileşme sayesinde FVAÖK marjının %25.0 seviyelerinde büyük ölçüde yatay kalmasını bekliyoruz.

Sağlam yeşil enerji & yüksek alternatif yakıt kullanım oranı

Şirket 2030 yılına kadar mevcut seviyesi olan %27.4'e kıyasla alternatif yakıt oranını %58'e çıkartmayı beklemektedir. Yenilenebilir enerji kullanım oranının ise 2025'teki %7'den (1Ç26:%13.5) %70'e çıkması hedeflenmektedir. Görece yüksek alternatif yakıt kullanım oranı ve enerji yatırımları verimliliği artırırken, enerji fiyatlarının görece yüksek seyrettiği dönemlerde koruma görevi görebilir. Yalnızca 2026 yılında şirket yönetimi 115MWp ve 10MWp kurulu güce sahip Beypazarı ve Mardin'deki GES santral yatırımları sayesinde %20 oranında (mevcut: %7) yenilenebilir enerji kullanım oranı beklemektedir. Buna ek olarak Şirket'in 13.5MW kapasiteli buhar sistemi (WHR) Adana'da, Mardin ve Ankara fabrikalarında yatırımları devam etmektedir. Bu tesisin yılda 57.340 MWh/yıllık elektrik üretimi yapması ve ilgili fabrikaların elektrik tüketiminin %10.8'ini karşılaması beklenmektedir.

TCC'nin pay alımı yatırımları hızlandırabilir

TCC Oyak Çimento'nun %80'ine sahip TCC Oyak Amsterdam'ın öncelikle %40'ını ardından ise %20'sini satın almıştır. Bu satın alma gelecek dönemde OYAKC için daha fazla satın almanın önünü açabilir. Grubun global markası olan CIMPOR ile birlikte TCC ortaklığı OYAK Çimento'nun global çimento sektöründe konumunu güçlendirmektedir.

Güçlü finansallar fiyatlanmadı

OYAKC yurt içi benzerleri arasında i) cazip değerlendirme ii) ölçek avantajı iii) sağlam net nakit pozisyonu (10.6mlr TL 1Ç26 itibarıyla) hisseye ilişkin olumlu görüşümüzün arkasındaki nedenlerdir. Değerleme olarak oldukça cazip seviyelere işaret eden hisse senedi fiyatında düşüşler alım fırsatı olarak değerlendirilebilir.

Riskler.

Yurt içinde düşük tek haneli satış hacminde (+%3 y/y) artış beklentimize karşın, daha güçlü fiyatlamaya, savaş bölgelerinde yeniden inşaat faaliyetleri değerlendirme için yukarı yönlü bir potansiyele işaret etmektedir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL21.30	TL33.00	55%

Piyasa Değeri
TL103,553mn USD2,196mn

Hisse Senedi Bilgileri	OYAKC.TI / OYAKC.IS
Bloomberg/Reuters:	
Relatif Performans:	1 Ay 3 Ay 12 Ay
	6% -9% -30%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	19.25 / 27.62
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	398.2
YBB TL Getiri:	-8%
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.78
BİST-100'deki ağırlığı	0.77%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	4,862
Yabancı Payı:	Mevcut 12A önce
	5.5% 5.7%

Kısaca Şirket
OYAK Çimento, Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK) iştiraki olarak 2015 yılında kurulan, 7 entegre ve 3 öğütme tesisiyle Türkiye çimento sektörünün lider firmasıdır. Türkiye'nin toplam üretim kapasitesinin yaklaşık %20'sine sahip olan şirket, Borsa İstanbul'da OYAKC koduyla işlem görmektedir olup, çimento ve beton sektörlerinde faaliyet göstermektedir

Ortaklık Yapısı	
TCC Oyak Amsterdam	80.1%
Diğer	20.0%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	58,156	56,503	69,216	90,368
Yıllık Değişim	0%	-3%	23%	31%
FVAÖK (TLmn)	16,680	14,648	17,312	22,633
Yıllık Değişim	-5%	-12%	18%	31%
Net Kar (TLmn)	9,382	8,763	7,751	9,055
Yıllık Değişim	-39%	-7%	-12%	17%
Özkaynaklar (TLmn)	59,715	62,952	73,624	89,155
Yıllık Değişim	7%	5%	17%	21%
F/DD (x)	1.73	1.64	1.41	1.16
F/K (x)	11.04	11.82	13.36	11.44
FD/FVAÖK	5.60	6.38	5.40	4.13
Hisse Başına Kar(TL)	1.93	1.80	1.59	1.86
Hisse Başına Temettü	1.00	0.00	0.39	0.51
Temettü Verimi	4.7%	0.0%	1.9%	2.4%
Özkaynak Karlılığı	17%	14%	11%	11%

OYAKC Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	58,156	56,503	69,216	90,368
Satışların Maliyeti	-41,622	-41,419	-51,081	-66,240
Brüt Kar	16,534	15,084	18,135	24,128
OPEX	-3,290	-3,932	-4,871	-6,359
Operasyonel Kar	13,245	11,152	13,264	17,769
FVAÖK	16,680	14,648	17,312	22,633
Diğer Gelir/Gider	1,016	196	241	241
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-339	-848	-4,124	-7,078
Vergi Öncesi Kar	14,577	11,721	10,334	12,074
Vergi	-5,196	-2,958	-2,584	-3,018
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	9,382	8,763	7,751	9,055
Brüt Kar Marjı	28.4%	26.7%	26.2%	26.7%
Faaliyet Kar Marjı	22.8%	19.7%	19.2%	19.7%
FVAÖK Marjı	28.7%	25.9%	25.0%	25.0%
Net Kar marjı	16.1%	15.5%	11.2%	10.0%
Satış Büyümesi	0%	-3%	23%	31%
FVAÖK büyümesi	-5%	-12%	18%	31%
Net Kar büyümesi	-39%	-7%	-12%	17%

Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	29,639	32,616	45,271	60,592
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,032	14,773	23,460	32,363
Ticari Alacaklar	9,082	8,898	10,900	14,231
Stoklar	8,392	8,168	10,073	13,062
Diğer Dönen Varlıklar	1,134	778	837	935
Duran Varlıklar	44,231	47,681	55,174	67,580
Toplam Varlıklar	73,871	80,297	100,444	128,171
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,554	14,528	18,543	23,862
Kısa Vadeli Borçlanmalar	145	2,766	5,266	7,766
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	7,941	7,444	9,180	11,905
Diğer Borçlar	4,467	4,318	4,097	4,191
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,602	2,818	8,278	15,155
Uzun Vadeli Borçlanmalar	146	1,413	6,873	13,750
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,456	1,405	1,405	1,405
Özkaynaklar	59,715	62,952	73,624	89,155
Toplam Kaynaklar	73,871	80,297	100,444	128,171

Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FVAÖK	16,680	14,648	17,312	22,633
İşletme Sermayesindeki değişim	2,490	2,339	2,171	3,596
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	19,170	16,988	19,483	26,229
Yatırımlar	-2,490	-2,339	-2,171	-3,596
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akım	-2,490	-2,339	-2,171	-3,596
Temettü	5,498	4,018	9,922	12,474
Net borçtaki değişim	-2,507	-3,511	-1,681	475
Finansman faaliyetlerinden nakit akım	2,991	507	8,241	12,949

Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FVAÖK	-0.6	-0.7	-0.7	-0.5
Net Borç/Sermaye	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	4%	4%	3%	4%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirler	4.3%	4.1%	3.1%	4.0%
Özkaynak Kârlılığı	17.0%	14.3%	11.3%	11.1%
Yatırılan Sermaye Getirisi	17.5%	13.2%	13.0%	13.6%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

OYAKC Değerleme

Özet Değerleme

Değerleme Yöntemi (Milyon USD)	Ulaşılan Değer	Ağırlık (%)	Katkı
İNA	3033	75	2275
Benzer Şirketler Karşılaştırması	2877	25	719
Ulaşılan Değerleme			2994
2026T USD/TRY			52
Hisse Sayısı			4862
Hedef Fiyat (TL/hisse)			33.00
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)			21.30
Yükseliş Potansiyeli (%)			55%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

USD bazlı değerlememiz 3.0mlr USD tutarında hedef piyasa değerine işaret etmektedir. Değerleme varsayımlarımız %9.0 risksiz getiri oranı, 0.87x beta ve %12.7 AOSM'dir.

Milyon USD	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Hasılat	1314	1331	1380	1403	1433	1487	1544	1604	1666	1731
FVAÖK	341	333	346	353	364	388	403	418	434	450
FVAÖK Marjı (%)	26%	25%	25%	25%	25%	26%	26%	26%	26%	26%
Vergi (-)	0	39	38	41	41	43	46	47	49	51
İS Değişim (-)	54	42	55	48	45	35	35	34	33	32
Yat. Harcamaları (-)	194	105	105	105	105	106	107	108	109	110
Serbest Nakit Akımı	92	147	147	160	173	204	215	228	242	257
İndirgeme Oranı	0	1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
İndirgenmiş Nakit Akımı	0	147	131	126	121	127	119	112	105	99
Risksiz Getiri Oranı	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
Hisse Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Maliyeti	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
Borçlanma Maliyeti	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Vergi Oranı	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Borçlanma Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
AOSM	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%

2026T & 2030T Dönemi SNA Toplamı 1086

Uç Değer (2030T 10x FVAÖK)	1734
2026T & 2030T SNA Değerleme Payı (%)	39%
Hedef Firma Değeri	2820
Net Borç (-)	-214
Azınlık Payları (-)	0
Hedef Piyasa Değeri	3033

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

OYAKC Değerleme

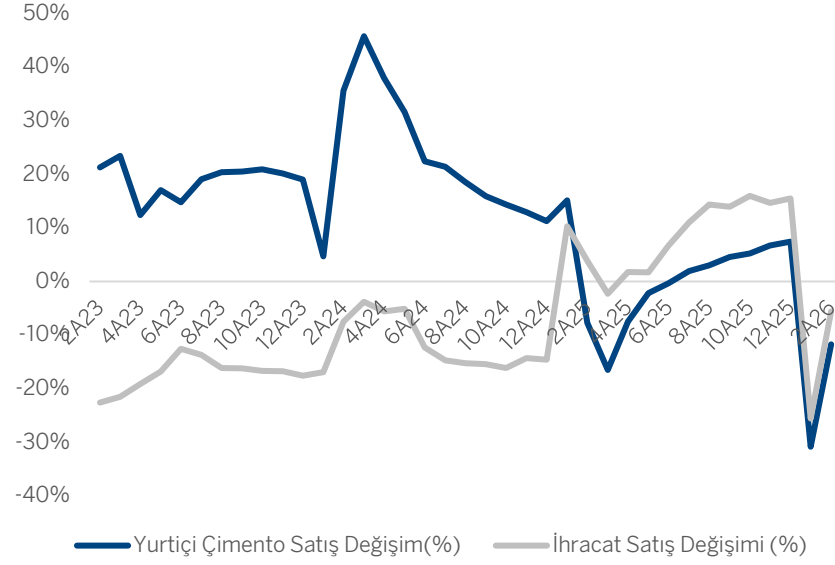
Benzer şirketlerle kıyasladığımızda **OYAKC** emsallerindeki 11.8x'e kıyasla son kapanışta 6.2x FD/FVAÖK çarpanında işlem görmektedir. Değerleme çarpanı olarak ise 2026 yılı FVAÖK tahminimize 8.0x değerlendirme çarpanı uygulayarak hedef firma değerine ardından hedef piyasa değerine ulaştık.

Şirket İsmi	F/K	FD/FVAÖK	PD/DD	FD/FVAÖK (Diğ. Ope. Gelir Dahil)
DANGOTE CEMENT	16.8	9.3	6.4	9.2
BUA CEMENT	26.0	20.3	13.1	20.3
HBMNG	8.4	11.2	7.2	11.1
TAIHEIYO CEMENT	17.6	5.5	0.7	5.5
CIMENTS DU MAROC	17.3	10.8	6.2	11.0
WEST CHINA CEMENT	9.9	6.9	0.7	6.6
SUMITOMO OSAKA CEMENT	15.0	6.3	0.9	6.3
CHINA RES. BUILDING MATERIALS	14.3	5.6	0.1	5.5
DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	0.0	0.0	14.6	0.0
LAFARGEHOLCIM BANGLADESH	14.0	8.4	3.4	8.5
ASIA CEMENT (CHINA) HOLDINGS	29.2	0.0	0.1	0.0
KUWAIT PORTLAND CEMENT	49.1	29.8	0.8	29.8
LOMA NEGRA CIA INDUSTRIA ARGENTINA	0.0	0.0	0.2	0.0
HEIDELBERG MATERIALS BANGLADESH	64.2	15.3	3.1	15.4
Ortalama	23.5	11.8	4.1	11.8
Hedef çarpan değerlendirme				
OYAKC 2026 EBITDA	332.9			
Hedef çarpan (x)	8.0			
FD/FVAÖK	2663			
Net Borç (nakit)	-214			
Azınlık Hakları (-)	0			
Piyasa Değeri (USDmn)	2877			

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Equity RT

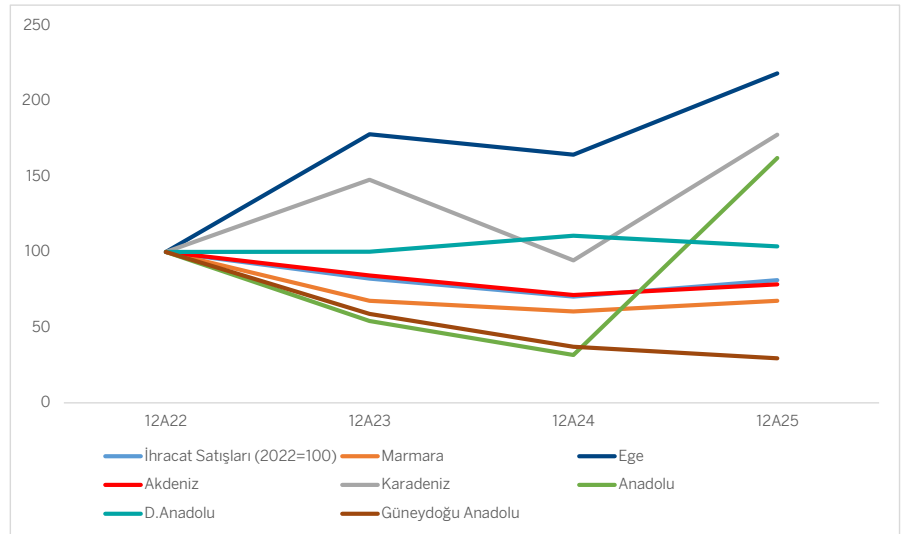
Sektörel Görünüm: Yapı Malzemeleri

Türk Çimento verilerine göre, yurt içi çimento satış hacmi yıllık %9.6 artışla 77.9 milyon tona yükseldi. Doğu Anadolu ve İç Anadolu bölgeleri yıllık %21 ve %16'lık artışlarla toplam satışların itici gücü oldular. Ortalama yurt içi satış hacmi 2022 ve 2025 yılları arasında 75.1 milyon ton olurken, Marmara ve Akdeniz toplam içerisinde %22 ve %20 payla ana itici güç konumundaydılar.



Kaynak: TUIK, Garanti BBVA Yatırım

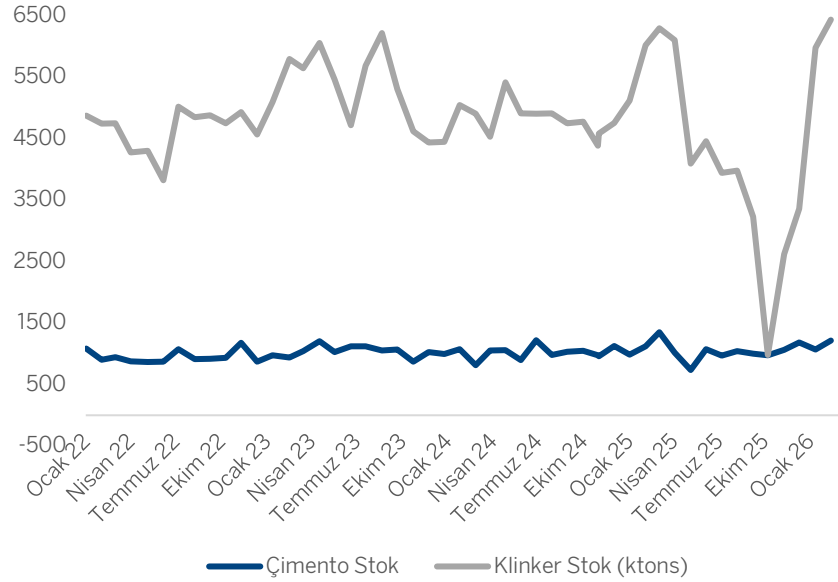
Yurt dışı tarafta, ihracat satışlarının artış hızı yurt içi satışları geride bırakmıştır. Böylece toplam ihracat satış hacmi 2025 yılında %15 y/y artış göstermiştir.



Kaynak: TUIK, Garanti BBVA Yatırım

Stoklar Ortalamalara Yakın Seviyelerde

Şubat 2026 itibarıyla klinker stokları uzun dönem ortalaması olan 4.8mt'nin üzerinde 6.4mt seviyesinde gerçekleşmiştir. Çimento stokları da benzer şekilde uzun dönem ortalaması olan 1mt'ye kıyasla 1.2mt'dir.



Kaynak: TUIK

En Son Satın Almalar

Yıl	Satın Alan Taraf	Hedef Firma	Oran (%)	Değerleme	Çim Kap.	Klinker Kap.	F / Cem	F/Klinker
2026	Titan Group	Traçim Cement	100%	190	2.5	2.0	76	95
2026	Heidelberg Materials	Maas Group	100%	1190				
2025	Arsem (Arkoz Maden)	Kars Cement	100%	51	0.6	0.4	85	117
2024-2025	CIMSA	Mannok	94.7%	330	n.a.	1.2	n.a.	275
2026	CIMSA	Mannok	5.3%	386	n.a.	1.2	n.a.	322
2026	Heidelberg Materials	Akçansa	39.7%	1077	9	7	120	154

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

***Tüm Figürler ABD Doları Cinsindedir

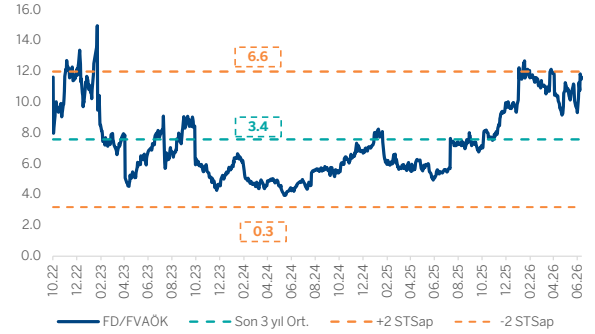
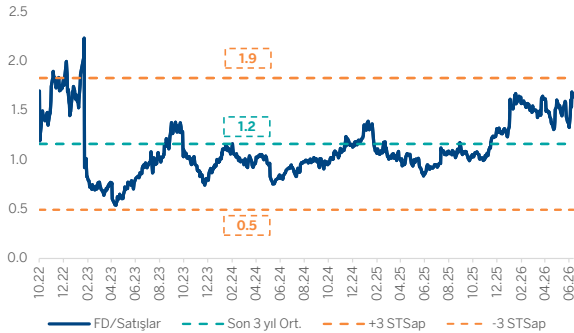
Türkiye'deki satın alma aktivitelerine bakıldığında, 2024 yılında Mannok 330 milyon EUR bedelle Türk şirketleri tarafından yapılan en büyük satın alma konumundaydı. Bu satın almayı 51 milyon USD ile Kars Çimento ve 190 milyon USD ile Traçim 2025 ve 2026 yıllarında takip etti. Değerleme katsayıları olarak bakıldığında, Traçim ve Mannok 3.8x ve 4.85x Satın Alma Fiyatı/ FVAÖK katsayılarıyla diğer işlemlere göre daha cazip değerlemelerde gerçekleştiği söylenebilir.

Ek 1: AKCNS Özet Finansallar

Akansa Özet Finansal Sonuçlar					Değişim					
(mn TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	3A25	3A26	1Ç26/1Ç25	1Ç26/4Ç25	3A26/3A25
Satış Gelirleri	5,624	6,552	7,366	7,538	5,613	5,624	5,613	0%	-26%	0%
Brüt Kar (Zarar)	232	812	1,192	1,240	388	232	388	67%	-69%	67%
Faaliyet Karı	-223	404	769	829	-62	-223	-62	a.d.	a.d.	a.d.
FVAÖK	244	874	1,244	1,310	431	244	431	77%	-67%	77%
Net Diğer Gelir/Gider	-59	-57	-39	169	-22	-59	-22	a.d.	a.d.	a.d.
Yatırım Faal.Gelir/Gider	74	7	0	-2	63	74	63	-14%	a.d.	-14%
Net Finansal Gelir / Gider	118	7	-58	3	2	118	2	-99%	-49%	-99%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-63	39	-21	-140	-60	-63	-60	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	-91	361	672	999	-20	-91	-20	a.d.	a.d.	a.d.
Vergi Geliri (Gideri)	-140	-41	-198	-760	-305	-140	-305	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	-231	319	474	239	-324	-231	-324	a.d.	a.d.	a.d.
Net Nakit	-319	-936	-575	1,212	72	-319	72	a.d.	-0.941007	a.d.
Çalışma Sermayesi	-2,371	-3,186	-3,853	-2,895	-3,362	-2,371	-3,362	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	-388	-131	1,286	3,374	-494	-388	-494	a.d.	a.d.	a.d.
Özsermaye	27,826	27,470	27,567	27,555	27,205	27,826	27,205	-2%	-1%	-2%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	4.1%	12.4%	16.2%	16.4%	6.9%	4.1%	6.9%	2.8 puan	-9.5 puan	2.8 puan
Faaliyet Kar Marjı	a.d.	6.2%	10.4%	11.0%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FVAÖK Marjı	4.3%	13.3%	16.9%	17.4%	7.7%	4.3%	7.7%	3.3 puan	-9.7 puan	3.3 puan
Net Kar Marjı	n.m.	4.9%	6.4%	3.2%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Kaynak: Rasyonet

Tarihsel Değerleme Çarpanları

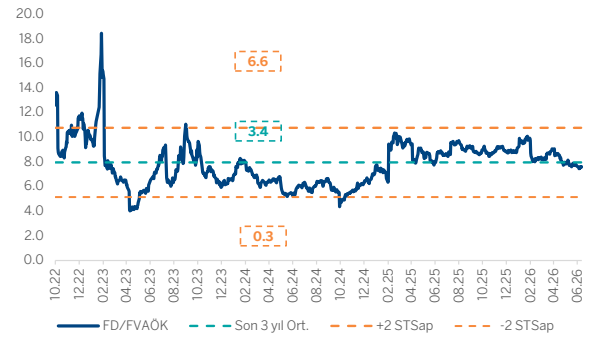
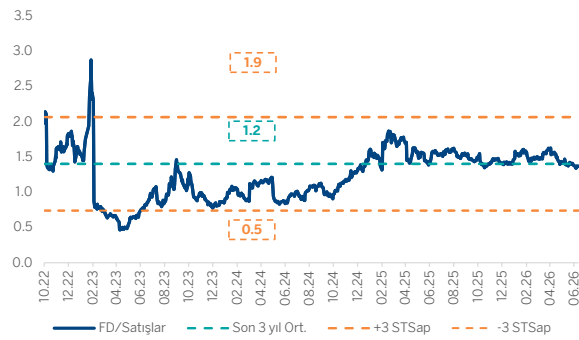


Ek 2: CIMSA Özet Finansallar

Cimsa Özet Finansal Sonuçlar					Değişim					
(mn TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	3A25	3A26	1Ç26/1Ç25	1Ç26/4Ç25	3A26/3A25
Satış Gelirleri	11,653	13,450	12,907	12,505	11,632	11,653	11,632	0%	-7%	0%
Brüt Kar (Zarar)	1,799	2,836	2,789	2,471	1,670	1,799	1,670	-7%	-32%	-7%
Faaliyet Karı	450	1,509	1,760	753	315	450	315	-30%	-58%	-30%
FVAÖK	1,432	2,504	2,729	2,400	1,470	1,432	1,470	3%	-39%	3%
Net Diğer Gelir/Gider	435	-23	24	513	71	435	71	-84%	-86%	-84%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	-761	123	-299	-188	-90	-761	-90	a.d.	a.d.	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	536	-351	526	3	960	536	960	79%	31754%	79%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	945	188	972	363	1,240	945	1,240	31%	242%	31%
VÖK	660	1,257	2,011	1,081	1,256	660	1,256	90%	16%	90%
Vergi Geliri (Gideri)	-208	-228	-305	-80	-551	-208	-551	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	355	885	1,457	716	641	355	641	80%	-11%	80%
Net Nakit	-18,143	-20,761	-21,273	-21,438	-23,376	-18,143	-23,376	a.d.	a.d.	a.d.
Çalışma Sermayesi	-6,932	-7,440	-8,959	-6,665	-8,796	-6,932	-8,796	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	-654	1,323	3,542	5,647	-2,833	-654	-2,833	a.d.	a.d.	a.d.
Özsermaye	42,019	46,852	47,893	47,817	45,185	42,019	45,185	8%	-6%	8%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	15.4%	21.1%	21.6%	19.8%	14.4%	15.4%	14.4%	-1.1 puan	-5.4 puan	-1.1 puan
Faaliyet Kar Marjı	3.9%	11.2%	13.6%	6.0%	2.7%	3.9%	2.7%	-1.2 puan	-3.3 puan	-1.2 puan
FVAÖK Marjı	12.3%	18.6%	21.1%	19.2%	12.6%	12.3%	12.6%	0.4 puan	-6.6 puan	0.4 puan
Net Kar Marjı	3.9%	7.7%	13.2%	8.0%	6.1%	3.9%	6.1%	2.2 pp	-1.9 pp	2.2 pp

Kaynak: Rasyonet

Tarihsel Değerleme Çarpanları

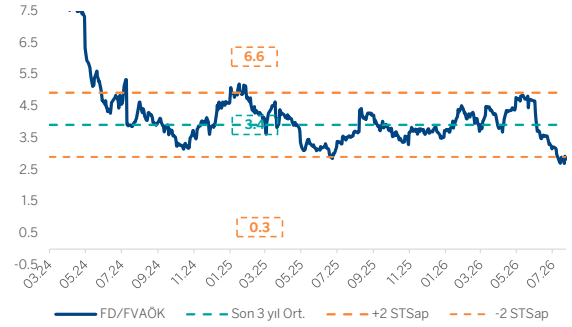
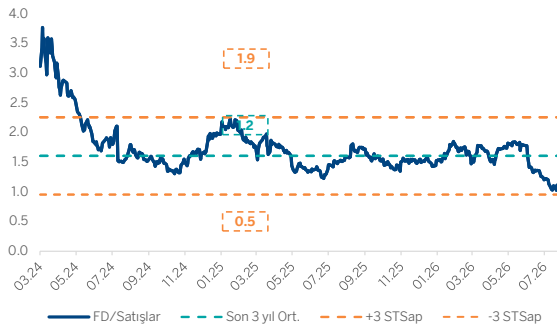


Ek 3: LMKDC Özet Finansallar

Limak Doğu Anadolu Çimento Özet Finansal Sonuçlar								Değişim		
(mn TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	3A25	3A26	1Ç26/1Ç25	1Ç26/4Ç25	3A26/3A25
Satış Gelirleri	1,684	2,444	2,692	2,782	1,388	1,684	1,388	-18%	-50%	-18%
Brüt Kar (Zarar)	649	988	1,240	1,014	392	649	392	-40%	-61%	-40%
Faaliyet Karı	534	855	1,106	871	250	534	250	-53%	-71%	-53%
FVAÖK	625	949	1,220	1,009	363	625	363	-42%	-64%	-42%
Net Diğer Gelir/Gider	9	0	15	3	14	9	14	57%	315%	57%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	0	0	0	a.d.	a.d.	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	-61	-31	-137	3	-74	-61	-74	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-202	-115	-149	-85	-198	-202	-198	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	482	824	984	878	190	482	190	-61%	-78%	-61%
Vergi Geliri (Gideri)	-186	-147	-238	-371	-181	-186	-181	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	297	677	746	507	9	297	9	-97%	-98%	-97%
Net Nakit	1,679	1,381	1,900	2,522	2,319	1,679	2,319	38%	-8%	38%
Çalışma Sermayesi	-967	-1,074	-1,188	-1,577	-1,580	-967	-1,580	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	545	986	1,453	510	189	545	189	-65%	-63%	-65%
Özsermaye	7,040	7,076	7,813	8,336	8,353	7,040	8,353	19%	0%	19%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	38.6%	40.4%	46.1%	36.4%	28.2%	38.6%	28.2%	-10.3 puan	-8.2 puan	-10.3 puan
Faaliyet Kar Marjı	31.7%	35.0%	41.1%	31.3%	18.0%	31.7%	18.0%	-13.7 puan	-13.3 puan	-13.7 puan
FVAÖK Marjı	37.1%	38.8%	45.3%	36.3%	26.2%	37.1%	26.2%	-10.9 puan	-10.1 puan	-10.9 puan
Net Kar Marjı	17.6%	27.7%	27.7%	18.2%	0.7%	17.6%	0.7%	-17 pp	-17.6 pp	-17 pp

Kaynak: Rasyonet

Tarihsel Değerleme Çarpanları



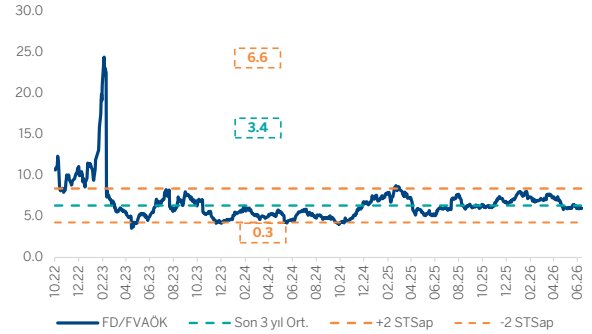
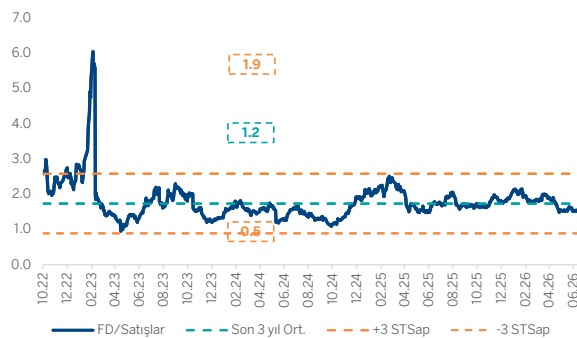
Ek 4: OYAKC Özet Finansallar

Oyak Cimento Fabrikaları Özet Finansal Sonuçlar

(milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	3A25	3A26	1Ç26/1Ç25	Değişim	1Ç26/4Ç25	3A26/3A25
Satış Gelirleri	13,551	15,301	17,687	15,637	10,710	13,551	10,710	-21%	-32%	-21%	
Brüt Kar (Zarar)	3,489	3,568	5,305	4,237	2,291	3,489	2,291	-34%	-46%	-34%	
Faaliyet Karı	2,559	2,393	4,295	3,025	1,379	2,559	1,379	-46%	-54%	-46%	
FVAÖK	3,399	3,438	5,270	4,012	2,386	3,399	2,386	-30%	-41%	-30%	
Net Diğer Gelir/Gider	203	16	147	-150	185	203	185	-9%	a.d.	-9%	
Yatırım Faal.Gelir/Gider	319	561	457	7	132	319	132	-58%	1766%	-58%	
Net Finansal Gelir / Gider	-834	-207	252	-144	-344	-834	-344	a.d.	a.d.	a.d.	
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-1,015	-243	-262	-636	-839	-1,015	-839	a.d.	a.d.	a.d.	
VÖK	2,247	2,762	5,151	2,738	1,353	2,247	1,353	-40%	-51%	-40%	
Vergi Geliri (Gideri)	-943	399	-1,254	-1,458	-1,250	-943	-1,250	a.d.	a.d.	a.d.	
Net Kar	1,304	3,161	3,897	1,280	103	1,304	103	-92%	-92%	-92%	
Net Nakit	8,048	8,676	12,033	11,658	10,075	8,048	10,075	25%	-14%	25%	
Çalışma Sermayesi	-9,521	-10,343	-11,515	-10,588	-11,858	-9,521	-11,858	a.d.	a.d.	a.d.	
Esas Faaliyet İle İlgili Oluşan Nakit	1,065	2,522	5,233	6,036	1,079	1,065	1,079	1%	-82%	1%	
Özsermaye	60,671	63,822	67,771	69,273	69,394	60,671	69,394	14%	0%	14%	
Rasyolar											
Brüt Kar Marjı	25.7%	23.3%	30.0%	27.1%	21.4%	25.7%	21.4%	-4.4 puan	-5.7 puan	-4.4 puan	
Faaliyet Kar Marjı	18.9%	15.6%	24.3%	19.3%	12.9%	18.9%	12.9%	-6 puan	-6.5 puan	-6 puan	
FVAÖK Marjı	25.1%	22.5%	29.8%	25.7%	22.3%	25.1%	22.3%	-2.8 puan	-3.4 puan	-2.8 puan	
Net Kar Marjı	9.6%	20.7%	22.0%	8.2%	1.0%	9.6%	1.0%	-8.7 pp	-7.2 pp	-8.7 pp	

Kaynak: Rasyonet

Tarihsel Değerleme Çarpanları



UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlet, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.