

Bu raporla birlikte Oyak Çimento'yu Endeks Üzerinde Getiri tavsiyesi ile Araştırma kapsamımıza alıyoruz. Akçansa için önerimizi Endekse Paralel Getiri, Çimsa içinse Endeks Üzerinde Getiri olarak belirliyoruz. Çimento sektöründe genel olarak fiyat baskısı devam etse de en kötünün yılın ilk dokuz ayında geride kalmış olabileceğini düşünüyoruz. Sene başından beri endeksin ortalama %20 gerisinde kalan çimento sektörü hisseleri genel olarak çarpan bazında ucuz görünmektedir. Çok yakın vadede belirgin bir katalizör bulunmamasına rağmen, mevcut değerlemelerin uzun vadeli yatırımcılar için cazip bir fırsat sunduğunu düşünüyoruz. Beklenen faiz indirimlerinin konut kredi maliyetlerini düşürmesi, devam eden kentsel dönüşüm projeleri ve deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetleri ise önümüzdeki dönemde çimento talebini destekleyebilecek temel katalizörler olarak öne çıkmaktadır.

Cimsa (CIMS TI, Endeks Üzerinde Getiri, Hedef Fiyat: 76.98TL): Çimsa, beyaz çimento portföyü ve yurt dışındaki büyüme hamleleriyle rakiplerinden ayrılmaktadır. Enerji maliyetlerindeki oynaklık marjları sınırlasa da Mannok'un tam konsolidasyonu ve yeni devreye alınan Houston gri çimento öğütme tesisi ile 2026 yılının ilk yarısında Mersin'de devreye alınacak yeni CAC kapasitesinin katkısı orta vadede karlılık artışı için destekleyici olacaktır. ABD pazarında faiz indirimleri sonrası inşaat sektöründe beklenen canlanma, Houston operasyonu üzerinden satışları artırma potansiyeli taşımaktadır. 2025 yılında %80, 2026'da ise %35 FAVÖK büyümesi beklediğimiz şirket hisseleri tahminlerimize göre sırasıyla 7.7x ve 5.9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. Çimsa, 2025 ve 2026 tahminlerimize göre global benzerlerine kıyasla FD/FAVÖK çarpanında sırasıyla %27 ve %34 iskonto ile işlem görmektedir. Şu anda 3.0x olan net borç/FAVÖK oranının da 2027'den itibaren 2.0x altına düşmesini bekliyoruz. Çimsa'nın uluslararası pazar payının büyümesi ve orta vadeli büyüme hikayesini beğeniyoruz.

Oyak Çimento (OYAK TI, Endeksin Üzerinde Getiri, Hedef Fiyat: 36.19 TL): Türkiye'nin en büyük çimento üreticisi olan OYAK Çimento, 24 mn ton çimento ve 12,6 mn ton klinker kapasitesi ile Türkiye'nin kapasite ve Pazar lideri olarak ölçek avantajına sahiptir. 2024 yılında yurtiçi talebin güçlü seyretmesi hacimleri desteklerken, ihracatın satış payı %10 seviyesinde kalmıştır. FAVÖK marjı son üç yıllık dönemde %25-31 bandında dalgalanmış olup, 2025 için beklentimiz %28 seviyesindedir. Net nakit pozisyonu riskleri sınırlarken, İNA modelimize göre hisseler %67 yükselme potansiyeline sahiptir. Orta vadede kentsel dönüşüm, deprem sonrası yeniden inşa ve potansiyel Ukrayna ile Suriye'de yeniden yapılandırma projeleri hacim artışı için önemli katalizörlerdir. Son 3 ayda endeksin %8, sene başında beri de %15 gerisinde kalan hisse 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.7x ve 4.0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Akçansa (AKCNS TI, Endekse Paralel Getiri, Hedef Fiyat: 164.98 TL): Akçansa tarafında ise ABD'ye yapılan ihracatlar devam etmekle birlikte, Marmara bölgesindeki talep zayıflığı görünüm üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. 2025'in ilk dokuz ayında Akçansa'nın satış gelirleri yıllık bazda %18 gerileyerek 17 milyar TL seviyesine düşmüştür. FAVÖK %46 daralarak 2.1 milyar TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı %18.4'ten %12.1'e düşmüştür. Ancak 3Ç25'te operasyonel toparlanma sinyalleri görülmüştür: satışlar çeyreklik bazda %12 artmış, FAVÖK 42% ç/ç büyüme ile 1.1 milyar TL'ye yükselmiş ve marj %13.3'ten %16.9'a çıkmıştır. Net kar 3Ç25'te 413 milyon TL'ye ulaşarak 1Ç25 ve 2Ç25'teki zayıf görünümünden toparlanma göstermiştir. 0.2x net borç/FAVÖK seviyesindeki sınırlı borçluluk güçlü bir bilanço görünümü sunarken, şirketin sürdürülebilirlik alanındaki küresel liderliği dikkat çekmektedir. Akçansa, 2025T'de 5.8x ve 2026T'de 4.9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Hisse Bilgileri

AKÇANSA

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

Bloomberg / Reuters kodu	AKCNS.TI / AKCNS.IS
Fiyat (TL/hisse)	123,40
Hedef Fiyat (TL/hisse)	164,98
Potansiyel Getiri	34%
Piyasa Değeri (milyon TL)	23.625
Dolaşımdaki Paylar	19%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	11,10%
3 Ay Önce	10,93%

CIMS

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Bloomberg / Reuters kodu	CIMS.TI / CIMS.IS
Fiyat (TL/hisse)	44,84
Hedef Fiyat (TL/hisse)	76,98
Potansiyel Getiri	72%
Piyasa Değeri (milyon TL)	42.400
Dolaşımdaki Paylar	45%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	6,24%
3 Ay Önce	6,94%

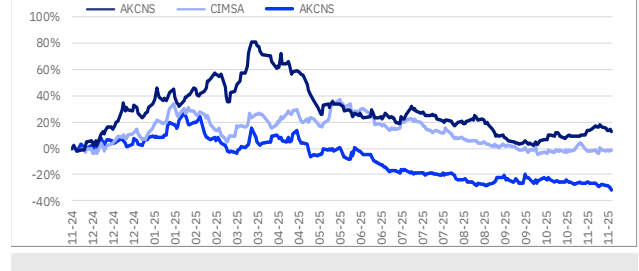
OYAK ÇİMENTO

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Bloomberg / Reuters kodu	OYAK.TI / OYAKC.IS
Fiyat (TL/hisse)	21,68
Hedef Fiyat (TL/hisse)	36,19
Potansiyel Getiri	67%
Piyasa Değeri (milyon TL)	105.401
Dolaşımdaki Paylar	24%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	4,91%
3 Ay Önce	4,83%

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 21/11/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Miray Alkan

Uzman Yardımcısı

miray.alkan@gedik.com

+90 212 385 42 00

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

Global Çimento Görünümü

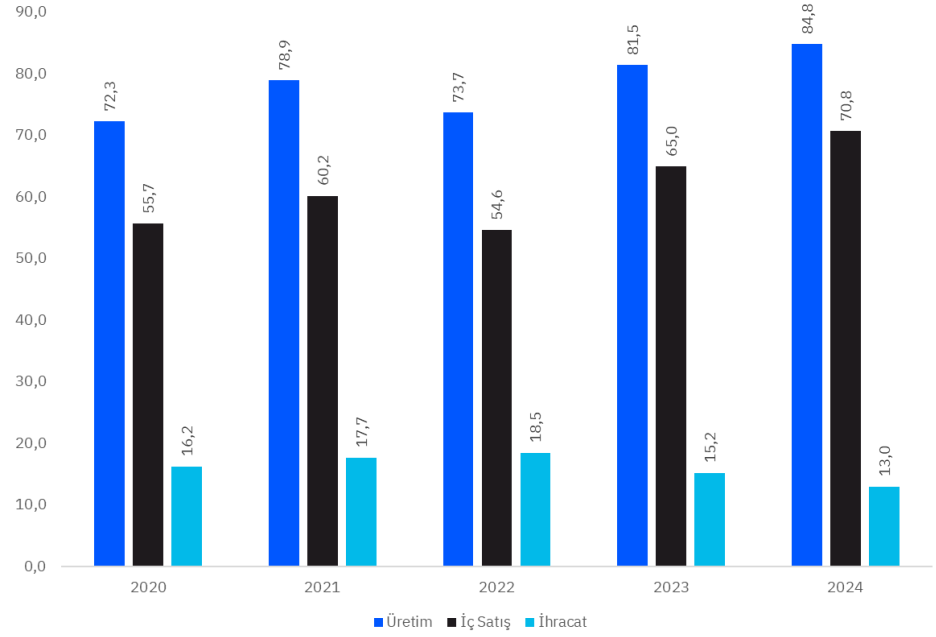
Küresel çimento pazarı, 2020–2024 döneminde %6.2 bileşik yıllık büyüme oranıyla güçlü bir ivme yakalamış olup, 2025 yılına kadar yıllık ortalama %5.5 büyümeyle 236.3 milyar dolara ulaşması beklenmektedir. 2025–2029 döneminde ise büyümenin %5.2 seviyesinde sürmesi ve pazarın 2029 yılı sonunda yaklaşık 289 milyar dolara çıkması öngörülmektedir. Bu büyüme, gelişmekte olan ülkelerdeki altyapı yatırımları, sanayi bölgeleri projeleri ve enerji altyapısının etkisiyle şekillenmektedir. Diğer yandan, gelişmiş ülkelerde konut sektöründeki durgunluk ve ekonomik belirsizlikler nedeniyle talep sınırlı seyretmektedir.

Sektör genelinde dekarbonizasyon baskıları ve yatırımcı talepleriyle birlikte, firmalar karbon yakalama teknolojileri, düşük klinkerli çimento üretimi ve dijital operasyonlara yönelerek sürdürülebilirlik odaklı dönüşüm sürecine girmiştir. Avrupa'da karbon fiyatlama ve yeşil kamu alım politikaları üretimi yeniden şekillendirirken, Orta Doğu ve Afrika bölgeleri, Suudi Arabistan, Mısır ve Nijerya gibi ülkelerdeki mega projeler sayesinde büyümenin merkez üssü haline gelmektedir. Artan enerji maliyetleri, çevresel düzenlemeler ve katkı maddelerine erişimde yaşanan zorluklar sektörel riskleri artırırken, yeşil inovasyonlara yatırım yapan, karbon stratejilerini şeffaf biçimde uygulayan ve tedarik zincirini dijitalleştiren şirketler rekabette öne çıkmaktadır. Bu bağlamda, çimento sektörü yalnızca hacim bazlı değil, sürdürülebilirlik, dijital verimlilik ve yeşil uyum odaklı yeni bir yapıya dönüşmektedir.

Türkiye Çimento Görünümü

Türkçimento verilerine göre 2024 yılında Türkiye çimento üretimi, 2020–2024 döneminde yaklaşık %4.1 bileşik yıllık büyüme oranı (CAGR) kaydederek, yıllık bazda %4.1 oranında bir artış göstermiş ve üretim rekorunu kırmıştır. 2024 yılında Türkiye çimento sektöründe üretilen çimentonun yaklaşık %15.3'ü ihracata konu olmuştur. İç piyasada ise deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerinin ve yerel seçim dönemindeki projelerin etkisiyle iç satışlarda %8.9'luk bir artış yaşanmıştır. Buna karşın, global pazardaki daralma ve lojistik maliyet baskıları sonucu çimento ihracatı %14.6 azalmıştır. 2023 yılında yaşanan yaklaşık %20'lik büyüme sonrası, 2024 yılına iç piyasada artış, ihracatta düşüş ile başlamıştır. Bölgesel bazda ise Ege Bölgesi'nde iç satışlarda düşüş dikkat çekmiş, buna karşın deprem bölgelerinde talep canlılığını korumuştur.

2020-2024 döneminde Türkiye'nin toplam çimento üretiminde dalgalı bir seyir izlenirken, iç satışlarda 2023 ve 2024 yıllarında belirgin bir artış kaydedilmiştir. 2020 yılında 72.3 milyon ton olan üretim, 2021'de 78.9 milyon tona yükselmiş, 2022'de ise 73.7 milyon tona gerilemiştir. 2023 ve 2024 yıllarında ise üretim hacmi sırasıyla 81.5 milyon ton ve 84.8 milyon ton seviyelerinde gerçekleşerek yeniden yükseliş trendine girmiştir. İç satışlarda ise 2022 yılındaki daralmaya rağmen, 2023 ve 2024'te artış eğilimi göze çarpmaktadır. 2020'de 55.7 milyon ton olan iç satışlar, 2022'de 54.6 milyon tona düşmüş; ancak 2023'te 65 milyon tona ve 2024'te 70.8 milyon tona ulaşarak güçlü bir toparlanma sergilemiştir. Bu artışta özellikle deprem bölgesinde hızlanan yeniden inşa faaliyetleri ile kamu altyapı yatırımlarının etkili olduğu değerlendirilmektedir. İhracat tarafında ise 2020-2022 yılları arasında kademeli artış görülsede, 2023 ve 2024'te ihracat miktarında gerileme yaşanmıştır. 2022 yılında 18.5 milyon ton ile zirve yapan ihracat, 2023'te 15.2 milyon tona, 2024'te ise 13 milyon tona düşmüştür. Bu azalışta küresel talep daralması, artan lojistik maliyetleri ve iç piyasadaki güçlü talep nedeniyle önceliğin iç pazara verilmesi etkili olmuştur.

Görsel 1: 2020-2024 Yılları Çimento Üretim, İç Satış ve İhracat Verileri (mn ton)

Kaynak: Türkçimento

Türk Çimento Sektöründe Orta Vadeli Talep Katalizörleri

Önümüzdeki dönemde jeopolitik gelişmeler sektör için fırsatlar yaratmaktadır. Özellikle Ukrayna ve Suriye'nin yeniden inşa süreçlerinde Türk çimento şirketlerinin aktif rol alması beklenmektedir.

Türkiye'nin güçlü üretim kapasitesi ve stratejik liman altyapısı, sektöre yakın coğrafyalardaki yeniden inşa süreçlerinde avantaj sağlamaktadır. Bu kapsamda, Ukrayna, Suriye ve Filistin'in yeniden inşa projelerinin orta vadede Türk çimento ihracatına ek katkı sunması beklenmektedir.

Bunun yanında, Türkiye'de politika faizlerinde beklenen indirimler iç talep tarafında ek bir destek unsuru olacaktır. Faiz indirimleriyle birlikte konut kredisi maliyetlerinin düşmesi, kentsel dönüşüm projeleri ve deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetleriyle birleştiğinde çimento tüketimini artıracak önemli bir katalizör niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla, jeopolitik fırsatlar ve makroekonomik politika adımları birlikte değerlendirildiğinde, sektörün orta vadeli büyüme görünümü desteklenmektedir.

Ek olarak, Cumhurbaşkanı Erdoğan tarafından açıklanan 81 ilde 500 bin sosyal konut projesi sektörde orta vadeli talebi destekleyebilecek önemli bir katalizör olarak öne çıkmaktadır. Projenin TOKİ koordinasyonunda hayata geçirilmesiyle birlikte özellikle konut segmentinde gri çimento ve hazır beton talebinde artış beklenmektedir. Sosyal konut projesi kapsamında Oyak Çimento ülke geneline yayılan tesis ağıyla en geniş faydayı sağlayabilecek konumdayken, Akçansa özellikle Marmara bölgesinde yoğunlaşacak konut talebinden olumlu ayrışabilir. Buna karşın Çimsa'nın globalde beyaz çimento ve özel ürün odaklı büyüme stratejisi nedeniyle projeden sınırlı etkilenmesi beklenmektedir.

Değerleme Özeti

Aşağıdaki tablo, Akçansa, Çimsa ve Oyak Çimento için 2026 tahminlerine göre öne çıkan temel göstergeleri karşılaştırmalı olarak özetlemektedir.

Çimsa, güçlü ihracat performansı ve yüksek katma değerli beyaz çimento segmenti sayesinde %72'lik getiri potansiyeliyle öne çıkarken, Oyak Çimento, ölçek avantajı ve düşük 2026T FD/FAVÖK çarpanı (4.0x) ile cazip görünmektedir. Akçansa ise dengeli finansal yapısı ve istikrarlı büyüme beklentileriyle endekse paralel getiri potansiyeli sunmaktadır. Çimsa ve Oyak Çimento için **“Endeks Üzerinde Getiri”**, ve Akçansa için **“Endekse Paralel Getiri”** önerisi sunulmuştur.

Görsel 2: Önemli Göstergeler

	AKCNS	CIMSA	OYAKC
Öneri	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzerinde Getiri	Endeks Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	164,98	76,98	36,19
Getiri Potansiyeli	34%	72%	67%
2026T FAVÖK Büyümesi	29%	35%	30%
2026T FD/FAVÖK	4,9x	5,9x	4,0x
2026T F/K	10,5x	6,5x	6,8x
2026T Net Kar Büyümesi	37%	34%	27%
2026T Net Borç / FAVÖK	0,1x	2,5x	-1x

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Görsel 3: FD/Klinker Kapasitesi

	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri(USD)	Klinker Kapasitesi (mn ton/yıl)	FD/Klinker
CIMSA	1.003	513	1.515	7,2	210
OYAKC	2.493	- 290	2.203	12,6	175
AKCNS	559	14	573	7,0	82
CMET	722	- 41	681	1,0	681
BTCIM	536	134	670	1,4	478
KONYA	566	14	580	1,7	341
BSOKE	605	67	672	3,0	224
BUCIM	219	92	311	1,4	222
NUHCM	803	- 168	636	4,6	138
LMKDC	349	- 46	304	2,3	132
AFYON	123	- 15	108	1,3	83
BASCM	240	- 1	239	3,1	77
GOLTS	135	43	178	3,2	56
CMBTN	89	4	93	7,2	13
Medyan			-		157

Kaynak: Bloomberg, Şirket Dataları

Çimento sektöründe ürünlerin fiyatlama gücü sınırlı olduğundan, şirketlerin değerlemesi çoğunlukla üretim kapasitesi üzerinden değerlendirilir. Bu kapsamda EV/Klinker çarpanı, sektör oyuncularının göreceli konumunu analiz etmekte temel bir gösterge olarak öne çıkmaktadır.

Türk çimento sektörü ortalama olarak ton başına yaklaşık 157 USD EV/Klinker seviyesinde işlem görmektedir.

Çimsa, yüksek marjlı beyaz çimento üretimi ve güçlü ihracat ağı sayesinde Akçansa'ya kıyasla daha yüksek çarpanla işlem görmektedir. Akçansa ise Marmara ve Ege bölgelerinde yoğunlaşan faaliyet yapısı ile gri çimento ve hazır betonun yüksek paya

sahip ürün karması nedeniyle, kapasite bazında sektör ortalamasının bir miktar altında değerlendirilmektedir.

OYAK Çimento ise yüksek ölçek avantajı ve geniş üretim ağına rağmen, ağırlıklı gri çimento odaklı ürün karmasına rağmen sektör ortalamasının bir miktar üzerinde işlem görmektedir.

Global Şirket Karşılaştırması

Aşağıdaki tablo, Türkiye çimento sektörü oyuncularının (Çimsa, OYAK Çimento ve Akçansa) global benzerleriyle değerlendirme çarpanları bazında karşılaştırmasını göstermektedir.

Global benzer şirketlerin 2025T için medyan FD/FAVÖK çarpanı 8.8x, 2026T için ise 8.0x seviyesindedir.

Takibimizdeki çimento hisselerinin ortalaması, global benzer şirketlerin ortalamasına kıyasla 2025 için %36, 2026 için de %41 iskonto ile işlem görmektedir. Özellikle Çimsa 7.7x, Mannok satın alımı sonrası artan borçluluğa rağmen global ortalama yakın çarpanlardan fiyatlanırken, Oyak Çimento 5,7x ve Akçansa 5,8x ile sektör medyanına göre daha derin iskontolu işlem görmektedir.

Görsel 4: Global Şirket Karşılaştırması

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (USDmn)	FD/FAVÖK		F/K		2025 FAVÖK Marjı
			2025T	2026T	2025T	2026T	
CIMSA CIMENTO SANAYİ VE TİC	Türkiye	1.003	7,7x	5,9x	9,6x	7,2x	20,3%
AKÇANSA CIMENTO	Türkiye	559	5,8x	4,9x	14,3x	10,5x	15,2%
OYAK CIMENTO FABRİKALARI	Türkiye	2.493	5,7x	4,0x	8,5x	6,8x	28,2%
HEIDELBERG MATERIALS AG	Almanya	43.796	9,8x	9,1x	17,2x	15,0x	21,6%
HOLCIM LTD	İsviçre	50.390	11,9x	11,6x	21,3x	19,9x	24,8%
CEMEX SAB-CPO	Meksika	14.971	6,7x	6,2x	11,9x	13,4x	19,1%
BUZZI SPA	İtalya	11.437	7,8x	7,4x	11,6x	11,2x	26,5%
CRH PLC	İrlanda	73.527	11,7x	10,8x	19,5x	17,9x	20,3%
TITAN SA	Belçika	3.937	6,2x	5,8x	12,3x	10,2x	23,0%
ULTRATECH CEMENT LTD	Hindistan	39.038	29,5x	21,6x	52,5x	39,5x	17,1%
DANGOTE CEMENT PLC	Nijerya	6.203	5,2x	4,2x	8,7x	7,1x	44,7%
SAUDI CEMENT	Suudi Arabistan	1.522	10,1x	9,5x	17,8x	15,7x	37,8%
CEMENTIR HOLDING NV	İtalya	2.943	6,2x	5,9x	12,8x	11,9x	24,0%
CHINA NATIONAL BUILDING MA-H	Çin	5.364	8,8x	8,0x	10,1x	7,8x	19,3%
STAR CEMENT LTD	Hindistan	1.045	18,1x	11,3x	54,0x	26,8x	17,1%
SEMEN INDONESIA PERSERO TBK	Endonezya	1.068	5,5x	5,2x	35,7x	22,6x	14,1%
CIMENTS DU MAROC	Fas	2.955	10,8x	8,6x	20,0x	16,3x	43,8%
SOUTHERN PROVINCE CEMENT CO	Suudi Arabistan	873	12,2x	11,3x	32,6x	16,9x	36,4%
SIAM CEMENT PCL/THE	Tayland	6.783	12,6x	11,0x	12,8x	18,8x	8,4%
Medyan			8,8x	8,0x	14,3x	15,0x	

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Sektörel Riskler

Türkiye çimento sektörü, yüksek enerji yoğunluğu, döviz bazlı hammadde ve yakıt arzında dış kaynaklara bağımlılık nedeniyle makroekonomik ve piyasa dalgalanmalarına karşı hassas bir yapıya sahiptir. Özellikle petrokok, kömür ve elektrik fiyatlarındaki oynaklık, sektör genelinde üretim maliyetleri üzerinde önemli baskı yaratmaktadır.

Enerji maliyetlerinin yanı sıra, kur hareketleri ve faiz oranlarındaki değişimler de sektörün finansal performansını etkileyebilmektedir. Döviz kurlarında yaşanan artış, ithal girdi maliyetlerini yükseltirken, yurtiçi talep daralması ve sıkı para politikası dönemlerinde fiyat yansıtma kabiliyeti sınırlı kalabilmektedir.

Yurtiçi rekabetin yüksekliği, özellikle gri çimento tarafında fiyatlama gücünü zayıflatmakta, bu durum, marjların daralmasına ve kapasite kullanım oranlarının düşmesine neden olabilmektedir. Buna karşılık, ihracat pazarlarında artan korumacılık eğilimleri ve jeopolitik belirsizlikler, Türk çimento üreticilerinin dış pazar erişiminde risk unsuru oluşturmaktadır.

Çimento üretiminin doğası gereği klinker bazlı süreçlerin yüksek karbon yoğunluğu, karbon regülasyonlarının sıkılaştığı ortamda sektörün uyum maliyetlerini artırarak rekabet gücünü baskılayabilecek yapısal bir risk oluşturmaktadır.

CİMSA

Çimsa için “Endeks Üzerinde Getiri” tavsiyesi veriyor ve hisse başına 76.98 TL hedef fiyat belirliyoruz; bu da %72’lik güçlü bir getiri potansiyeline işaret etmektedir. Görüşümüzü destekleyen temel unsurlar; şirketin hız kazanan uluslararası büyüme stratejisi, Mannok ve ABD operasyonlarıyla güçlenen hacimler, ürün karmaesindeki iyileşme ve orta vadede marjların toparlanma potansiyelidir.

Çimsa’nın genişleyen küresel erişimi, yüksek katma değerli ürün portföyündeki güçlenme ve kapasite artırıcı yatırımlar, şirketi 2025–2026 dönemi için sektörün en öne çıkan büyüme hikayelerinden biri konumuna taşımaktadır.

Yurt dışı hamleleriyle büyüme odaklı bir şirket. Çimsa, Sabancı Holding bünyesinde faaliyet gösteren ve hem yurtiçi hem de yurtdışında güçlü varlığı bulunan global yapı malzemeleri şirkettir. Mersin, Eskişehir ve Afyon’daki entegre fabrikalarıyla gri, beyaz ve kalsiyum alüminat çimentosu (CAC) üretmektedir. Özellikle Mersin fabrikası, dünyada tüm ürün tiplerini (gri, beyaz ve CAC) aynı tesiste üretebilen sayılı tesislerden biri olmasıyla öne çıkmaktadır. Uluslararası tarafta ise İspanya’daki Bunol beyaz çimento fabrikası ve İrlanda’daki Mannok gri çimento fabrikası, Almanya, İtalya, İspanya, İngiltere ve Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti’ndeki terminaller, ABD’deki mevcut beyaz çimento ve Ekim ayında devreye giren gri çimento öğütme tesisi ve Ar-Ge merkezleri ile geniş bir ayak izine sahiptir. 2024 yılında tamamlanan İrlanda merkezli Mannok satın alımıyla birlikte gri çimento kapasitesi 1.2 milyon ton artmış, aynı zamanda prekast, gazbeton blok, yalıtım ve çatı kaplama ürünleri gibi yapı malzemeleri segmentlerine de giriş yaparak ürün çeşitliliğini artırmıştır. Ayrıca Mannok satın alması ile birlikte ürün portföyüne sürdürülebilir paketleme ürünleri de girmiştir. Bu satın alım, Çimsa’nın sadece çimento üreticisi değil, daha geniş kapsamlı bir “yapı malzemeleri” oyuncusu haline geldiğini göstermektedir.

Güçlü Finansal Görünüm. Çimsa’nın satış hacmi 2024’te yaklaşık 6.9 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Çimsa, 2025 yılının ilk dokuz ayında Türkiye’de %7.8 ve uluslararası pazarlarda Mannok dahil %66.2 hacim artışının desteğiyle konsolide satış hacmini yıllık bazda %31 oranında artırmıştır. Mannok’un etkisi hariç tutulduğunda, organik konsolide satış hacmi yıllık bazda %17.6 büyüme göstermiştir. Karlılık tarafında, 2024 yılında FAVÖK marjı %18.1 olarak gerçekleşmiştir. 2025 için beklentimiz %20 bandında olmakla birlikte, enerji maliyetlerindeki oynaklık ve döviz bazlı girdi maliyetleri marjları baskılamaktadır. Bununla birlikte, ABD Houston’daki öğütme tesisinin katkısı ve Mannok’un 2025’te tam konsolidasyona girmesiyle orta vadede kademeli bir iyileşme potansiyeli korunmaktadır. Net borç/FAVÖK oranı 2024 sonrası kısa vadede yükselmiş olsa da, güçlü operasyonel nakit yaratımı ve uluslararası yatırımların sinerjisi sayesinde kaldıraç seviyesinin önümüzdeki 1–2 yılda normalize edilmesi beklenmektedir. Yatırım harcamaları tarafında ise ABD yatırımı öne çıkmakta olup, 2025 son çeyreğinde devreye girmesiyle birlikte yıllık 600 bin tonluk katkı sağlayacaktır.

(TL mn)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	28.151	45.014	59.136	73.273	89.117
FAVÖK	5.086	9.159	12.327	14.713	17.787
Net Kar	3.054	4.394	6.531	7.583	9.373
Brüt Marj	21,5%	23,1%	23,3%	22,3%	22,5%
FAVÖK Marjı	18,1%	20,3%	20,8%	20,1%	20,0%
Net Kar Marjı	10,9%	9,8%	11,0%	10,3%	10,5%
F/K (x)	14,0	9,7	6,5	5,6	4,6
FD/FAVÖK (x)	11,2	7,8	5,8	4,7	4,0
FD/Satışlar (x)	2,0	1,6	1,2	1,0	0,8
Özsermaye Karlılığı	9,3%	12,4%	15,2%	14,9%	15,1%
PD/DD (x)	1,6	1,7	1,3	1,0	0,8
Net Borç/FAVÖK	2,7	3,1	2,4	1,8	1,6

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu	
Hisse Bilgileri	
Sektör	ÇİMENTO
Bloomberg / Reuters Kodu	CİMSA.TI / CİMSA.IS
Fiyat (TL/hisse)	44,84
Hedef Fiyat (TL/hisse)	76,98
Potansiyel Getiri (%)	72%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	39,05-55,80
Piyasa Değeri (milyon TL)	42,400
Firma Değeri (milyon TL)	63,673
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	19,080
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	946
Dolaşımdaki Paylar	%45
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%6,24
3 Ay Önce	%6,94

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	9.608	11.531	11.796	12.093
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	424.681	516.206	537.227	571.644
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	43,60-45,20	42,60-47,52	42,02-50,55	39,05-55,80

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%4	-%10	-%15	%15
BİST-100’e Göre Rölatif Getiri	-%1	-%7	-%27	-%2

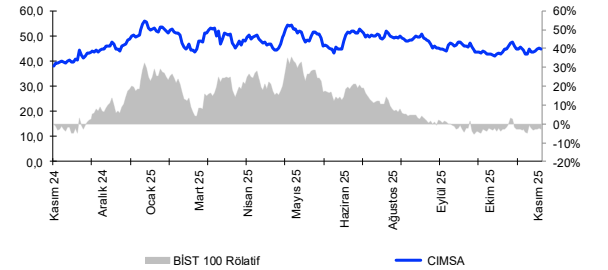
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	8,98
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	54,54
Others	36,48

Şirket Özeti

ÇİMENTO, KLİNKER VE HAZIR BETON ÜRETİM VE SATIŞI

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 21/11/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

82 milyon dolar yatırım bedeliyle inşa edilen Houston tesisi, Çimsa'nın ABD pazarında gri çimento segmentinde de kalıcı bir oyuncu olmasını sağlayacaktır. Ayrıca, Mersin Fabrikası'nda 66 bin ton klinker üretim kapasitesine sahip yeni bir CAC tesisinin yapımına başlanmıştır. ÇED süreci tamamlanarak gerekli izinler alınmış olup, 2026 yılının ilk yarısında devreye alınması planlanmaktadır. Bu yatırımın tamamlanmasıyla birlikte, Çimsa'nın toplam CAC üretim kapasitesi %50 artarak 197 bin tona ulaşacaktır. Son teknolojiyle verimlilik odaklı inşa edilen yeni CAC tesisi, şirketin ihracat pazarlarında büyüme ve katma değerli ürün gamını genişletme hedeflerine hizmet edecektir.

ABD öğütme tesisinin devreye girmesi, Mannok'un tam yıl etkisi ve ürün karmasındaki iyileşmenin katkısıyla, **satış gelirlerinin 2025'te %59,9, 2026'da ise %31,4 büyüme kaydetmesini bekliyoruz.** Operasyonel verimlilik artışıyla birlikte **FAVÖK marjının 2025 tahminlerimize göre %20,3 ve 2026 tahminlerimize göre ise %20,8 seviyelerinde olmasını öngörüyoruz.** Böylece Çimsa'nın 2025–2026 döneminde hem gelir büyümesi hem de karlılık tarafında sürdürülebilir bir iyileşme eğrisi yakalamasını bekliyoruz.

Sürdürülebilir Büyüme ve Enerji Verimliliği Odaklı Dönüşüm. Çimsa, enerji yoğun bir sektör olan çimento üretiminde alternatif yakıt ve yenilenebilir enerji yatırımlarına ağırlık vermektedir. Afyon ve Eskişehir tesislerinde eski lastik, plastik, zeytin posası ve mısır koçanı gibi atıkların yakıt olarak kullanım oranı 2023'e kıyasla sınırlı düşüş göstermiştir. Ancak şirket, alternatif hammadde kullanımı ve maliyet arasında optimum seviyeyi yakalayacak esnekliğe sahiptir. Bu durum, sürdürülebilirlik yatırımlarının karlılık odağıyla dengeli biçimde ilerletildiğini göstermektedir. İspanya Bunol fabrikasında alternatif yakıt kullanım hedefi 2030 yılı için %40 olarak belirlenmiştir. Afyon ve Bunol'da devreye alınan güneş enerjisi santrallerini takiben Eskişehir'de 14,2 MW kapasiteli yeni tesisin 2025'te devreye girmesiyle yıllık 8.400 ton karbon azaltımı sağlanacaktır. Ayrıca 5,5 MW'lık Atık Isıdan Enerji Geri Kazanım (WHR) projesinin 2025'te devreye girmesiyle Eskişehir fabrikasının elektrik ihtiyacının %25'i karşılanacaktır.

Güçlü büyüme hikayesiyle desteklenen değerlendirme potansiyeli. Çimsa, globalleşme stratejisi, yüksek marjlı ürünlere odaklanması ve Mannok satın alımının katkısıyla sektörün en güçlü büyüme hikayesine sahip oyuncusu konumundadır. ABD yatırımı, sürdürülebilirlik projeleri, yeni CAC yatırımı ve ürün çeşitliliği orta vadede katalizör görevi görecektir.

Adil değer tahminimizi İNA modelimize dayandırdık. 10 yıllık ortalama Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni (AOSM) %22 olarak hesaplarken, 10 yıllık ortalama risksiz faiz oranını %19 ve risk primini %5.5 olarak belirledik.

Kısa vadede enerji maliyetleri ve yüksek borçluluk baskı unsurları olsa da, güçlü nakit yaratımı ve global operasyonel sinerji ile bu risklerin yönetilebilir olduğu değerlendirilmektedir. Şirket için adil değer hisse başına 76.98 TL olarak tespit edilmiş olup, mevcut 44.84 TL fiyat üzerinden %72 yukarı potansiyel sunmaktadır. Bu çerçevede Çimsa için **"Endeks Üzerinde Getiri"** önerisi verilmekte olup, şirketin 2025–26 döneminde sektördeki en yüksek büyüme potansiyeline sahip oyuncu olduğu öne çıkmaktadır.

Riskler

Enerji fiyatlarında (özellikle petrokok ve elektrik maliyetlerinde) yaşanan volatilité, şirketin üretim maliyetlerini doğrudan etkilemektedir. Petrokok ve kömürün ithal edilmesi, kur dalgalanmalarıyla birlikte kârlılık üzerinde baskı yaratabilir. Alternatif yakıt kullanım oranının artırılması bu riski sınırlasa da, enerji piyasasındaki sert fiyat hareketleri marj oynaklığını artırma potansiyeli taşımaktadır.

Çimsa'nın ana ortağı Sabancı Holding'te %1.3 hissesi finansal yatırımlar kalemi altında gösterilmektedir. Dolayısıyla SAHOL hisse fiyatındaki dalgalanmalar, Çimsa finansal tablolarında gerçeğe uygun değer kazanç veya kayıplarına neden olabilmektedir. Bu durum, şirketin ara dönem finansal sonuçlarını etkileyebilecek bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Yoğun rekabetin yaşandığı iç pazarda fiyat geçişkenliği sınırlı kalabilir. Bu durum, Çimsa'nın yüksek katma değerli beyaz çimento ve CAC segmentlerine yönelme stratejisinin önemini artırmaktadır. Yurtdışındaki büyüme hamleleri de iç pazar risklerini sınırlamaktadır.

Görsel 5: İNA DEĞERLEME ANALİZİ – ÇİMSA

(TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Ciro	45.014	59.136	73.273	89.117	106.328	125.082	145.871	168.152	192.401
Büyüme (%)	59,9%	31%	23,9%	21,6%	19,3%	17,6%	16,6%	15,3%	14,4%
FAVÖK	9.159	12.327	14.713	17.787	21.194	24.833	27.815	31.864	34.633
Marj (%)	20,3%	20,85%	20,08%	19,96%	19,93%	19,85%	19,07%	18,95%	18,00%
Esas Faaliyet Karı	7.006	9.223	10.929	13.671	16.334	19.114	21.144	25.398	28.353
Kaldıraçsız Vergi	-1.526	-2.008	-2.380	-2.977	-3.556	-4.162	-4.604	-5.530	-6.174
Teorik Vergi Oranı (%)	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%
VSNFK	5.481	7.215	8.549	10.694	12.777	14.952	16.540	19.868	22.179
VSNFK Marjı	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	12%	12%
Yatırım Harcamaları	4.501	5.322	5.935	6.497	4.253	4.203	4.901	5.650	6.465
Amortisman	2.152	3.104	3.784	4.116	4.860	5.719	6.671	6.467	6.280
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	1.998	1.539	1.360	1.385	1.345	1.304	1.290	1.195	1.122
Serbest Nakit Akımı	1.134	3.458	5.038	6.928	12.039	15.164	17.020	19.489	20.872
Borç/Özkaynak	46%	46%	45%	44%	43%	41%	40%	38%	37%
Teorik Vergi Oranı	-22%	-22%	-21,8%	-21,8%	-21,8%	-21,8%	-21,8%	-21,8%	-21,8%
Risksiz Getiri Oranı	30%	25%	23%	21%	19%	18%	16%	15%	14%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	35,7%	30,9%	28,4%	26,6%	24,8%	23,2%	21,6%	20,5%	19,8%
Borçlanma Maliyeti	32,5%	27,8%	25,3%	23,5%	21,7%	20,1%	18,5%	17,4%	16,7%
AOSM	31%	27%	24,5%	23,0%	21,5%	20,1%	18,8%	17,9%	17,3%
İskonto Faktörü	97%	76%	61%	50%	41%	34%	29%	24%	21%
NBD	1.098	2.644	3.094	3.459	4.948	5.190	4.904	4.762	4.347

İNA Varsayımları

AOSM (10 yıllık ortalama)	22%
Risksiz Faiz Oranı (10 yıllık ortalama)	19%
Terminal Büyüme Oranı	9%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (TL mn)	38.848
İndirgenmiş Devam Eden Değer (TL mn)	62.367
İndirgenmiş Faaliyetler (TL mn)	101.216
Azınlık Payına Göre Düzeltilmiş Net Borç (TL mn)	21273
Azınlık Payı (TL mn)	7149
İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	72.794

Değerleme Özeti

İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	72.794
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	72.794
Adil Değer (TL)	76,98
Hisse Fiyatı (TL)	44,84
Potansiyel Getiri	72%

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Görsel 6 – FİNANSALLAR – CİMSA

Gelir Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	28.151	45.014	59.136	73.273	89.117
Satışların Maliyeti	22.106	34.594	45.367	56.945	69.057
Brüt Kar	6.044	10.420	13.769	16.329	20.060
Faaliyet Giderleri	-2.876	-3.355	-4.468	-5.305	-6.272
Pazarlama Giderleri	-181	-166	-271	-293	-409
Genel Yönetim Giderleri	-2.696	-3.189	-4.197	-5.012	-5.864
Faaliyet Gelirleri	3.547	6.010	7.880	9.253	11.607
FAVÖK	5.086	9.159	12.327	14.713	17.787
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1.183	1.409	1.810	2.239	2.708
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-763	-2.405	-3.154	-3.915	-4.772
Diğer Faaliyet Gelirleri, net	419	-996	-1.343	-1.676	-2.064
Finansal Gelirler	1.338	1.802	2.314	2.862	3.462
Financial Expense	-2.420	-3.172	-4.022	-4.977	-6.047
Finansal Gelir, net	-1.082	-1.370	-1.707	-2.115	-2.586
Parasal (kayıp) / kazanç	1.253	752	752	785	787
Vergi Gideri	-850	-1.223	-1.636	-1.885	-2.330
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi k	3.905	5.617	7.515	8.655	10.699
Net Kar	3.054	4.394	5.879	6.771	8.370
Pay Başına Kazanç	3,2	4,6	6,2	7,2	8,9
Pay Başına Temettü	1,4	0,6	1,4	1,9	2,1
Büyüme Oranları	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış	-4,9%	59,9%	31,4%	23,9%	21,6%
FAVÖK	39,0%	80,1%	34,6%	19,4%	20,9%
Net Kar	-31,3%	43,9%	33,8%	15,2%	23,6%
Bilanço (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.688	-644	4.743	13.028	17.445
Ticari Alacaklar	5.658	7.085	9.122	11.077	13.203
Stoklar	5.168	8.099	10.427	12.661	15.091
Maddi Duran Varlıklar	28.109	42.701	44.878	44.485	53.022
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.515	10.868	14.278	17.691	21.517
Diğer Varlıklar	10.992	15.393	17.846	20.353	23.148
Kullanım Hakkı Varlıkları	475	577	682	761	833
Toplam Varlıklar	67.604	84.079	101.976	120.057	144.258
Finansal Borçlar	21.490	27.699	35.340	42.503	49.905
Ticari Borçlar	6.646	9.007	11.832	14.661	17.831
Diğer Yükümlülükler	759	845	924	996	1.064
Toplam Yükümlülükler	35.567	45.111	56.512	67.422	78.946
Özkaynaklar	24.745	32.406	41.527	51.541	64.218
Net Borç / (Nakit)	13.803	28.343	30.596	29.475	32.460
Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Vergi Öncesi Kar	3.905	5.617	7.515	8.655	10.699
Amortisman	1.959	2.152	3.104	3.784	4.116
İşletme Sermayesi Δ	1.282	1.998	1.539	1.360	1.385
Vergiler	-850	-1.223	-1.636	-1.885	-2.330
Yatırım Harcamaları	3.707	4.501	5.322	5.935	6.497
Borçlanma Δ	9.006	6.208	7.641	7.163	7.402
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-20.427	-27.586	-18.098	-16.729	-23.353
Sene İçinde Nakit Oluşumu	-1.418	-8.332	5.388	8.285	4.417
Serbest Nakit Akımları	-584	1.134	3.458	5.038	6.928
Finansal Göstergeler	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Özsermaye Karlılığı	12,3%	13,6%	14,2%	13,1%	13,0%
FAVÖK Marjı	18,1%	20,3%	20,8%	20,1%	20,0%
Net Kar Marjı	10,9%	9,8%	9,9%	9,2%	9,4%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,6	0,9	0,7	0,6	0,5
Net Borç / FAVÖK (x)	2,71	3,09	2,48	2,00	1,82
KV Borçlar / Toplam Borçlar	65,1%	65,3%	65,3%	65,3%	65,3%
Sermaye / Toplam Varlıklar	36,6%	38,5%	40,7%	42,9%	44,5%
Cari Oran (x)	0,8	0,5	0,6	0,8	0,8
Değerleme Çarpanları	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
P/E (x)	13,9	9,6	7,2	6,3	5,1
P/BV (x)	1,6	1,7	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA (x)	11,1	7,7	5,9	4,9	4,2
EV/Sales (x)	2,0	1,6	1,2	1,0	0,8

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

OYAK ÇİMENTO

Oyak Çimento için “Endeks Üzerinde Getiri” tavsiyesi ile kapsam başlatıyor ve hisse başına %67’lik yukarı potansiyel ile 36.19 TL hedef fiyat belirliyoruz. Olumlu görüşümüzü destekleyen başlıca unsurlar; şirketin Türkiye’deki lider konumu, dikey entegre iş modeli, güçlü bilançosu ve net nakit pozisyonu ile özellikle kentsel dönüşüm ve deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerinin şekillendirdiği iç talep dinamiklerinden yararlanma kapasitesidir. Oyak Çimento’nun geniş üretim ağı, ölçek ekonomisi ve finansal esnekliği, şirketi 2025–2026 döneminde sektörün en dayanıklı ve iyi konumlanmış oyuncularından biri haline getirmektedir.

Küresel ortaklıklarla sektör liderliğini güçlendiren oyuncu. OYAK Çimento, 24 milyon ton çimento, 12,6 milyon ton klinker ve 1 milyon ton beyaz klinker kapasitesiyle Türkiye’nin en büyük üreticisidir. Şirket, 7 entegre, 3 öğütme ve paketleme tesisleri, 5 agrega ocağı, kireç üretim tesisi, 7 terminal, ve 60 adet hazır çimento tesisiyle ülke çapında geniş bir ayak izine sahiptir. Romanya ve KKTC’deki faaliyetleriyle yurtdışında da varlık göstermektedir. Ayrıca TCC Group Holdings’in Avrupa markası olan Cimpor’un Avrupa ve Batı Afrika’daki yapılanması şirketin ihracat kanalları için güçlü bir sinerji oluşturmaktadır. Dikey entegrasyon stratejisi kapsamında agrega, hazır beton, liman işletmeciliği ve mermer sektörlerinde de faaliyet göstererek tedarik zincirinde esneklik sağlamaktadır. 2018 yılında TCC Group Holdings ile yapılan %40 ortaklık anlaşmasıyla küresel bir marka olma yolunda önemli bir adım atan OYAK Çimento, 2020’de gerçekleştirilen grup içi birleşmelerin ardından ölçeğini önemli ölçüde artırmış ve pazarın hem hacim hem de kapasite lideri konumuna ulaşmıştır.

2024 yılında ise Oyak Çimento Fabrikaları’nın %20’si TCC tarafından devir alınmıştır. Bu devir sonrasında TCC, 112 milyon ton çimento kapasitesi ve 83,8 milyon klinker kapasitesi ile CIMPOR ve Oyak Çimento markalarının katkısıyla Dünya’nın en büyük üçüncü çimento üreticisi konumuna gelmiştir. Grubun 14 ülkede ayak izi bulunmaktadır. Oyak Çimento Fabrikaları’nın liman avantajı sayesinde ihracat kanallarına erişimi güçlü olmakla birlikte, şirket stratejik olarak iç pazara odaklanmaktadır. Bu doğrultuda, 2024 itibarıyla satışların yaklaşık %90’ı yurtiçi, %10’u ise ihracattan oluşmuştur.

Kısa vadeli marj baskısına rağmen güçlü finansal görünüm. 2025’in ilk dokuz ayında satış gelirleri baskı altındaki fiyatların etkisiyle %3 düşüşle 40,5 milyar TL’ye gerilemiştir. FAVÖK aynı dönemde %12 düşüşle 10,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş, FAVÖK marjı %28,7’den %26,0’ya gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 ayında hacimlerdeki artışa rağmen, baskı altındaki fiyatlar nedeniyle marj %26’ya inmiştir. Hem yurt içi çimento hem de hazır beton hacimleri, 3Ç25’te çeyrekssel bazda çift haneli artış gösterirken, hazır beton hacmi yıllık bazda iki çeyrek üst üste önemli çift haneli büyüme kaydetti. 9A25’te hazır beton ve agrega operasyonlarının FAVÖK marjı %6,2, çimento operasyonlarının FAVÖK marjı ise %38,9 seviyesinde gerçekleşti.

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	ÇİMENTO
Bloomberg / Reuters Kodu	OYAKC.TI / OYAKC.IS
Fiyat (TL/hisse)	21,68
Hedef Fiyat (TL/hisse)	36,19
Potansiyel Getiri (%)	67%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	16,38-30,70
Piyasa Değeri (milyon TL)	105.401
Firma Değeri (milyon TL)	93.368
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	25.296
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	4.862
Dolaşımdaki Paylar	%24
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%4,91
3 Ay Önce	%4,83

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	32.485	35.277	34.215	28.413
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	704.077	756.384	725.214	642.398
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	21,42-22,02	19,94-22,20	19,25-24,64	16,38-30,70

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%9	-%11	-%1	%32
BİST-100’e Göre Rölatif Getiri	%4	-%8	-%15	%13

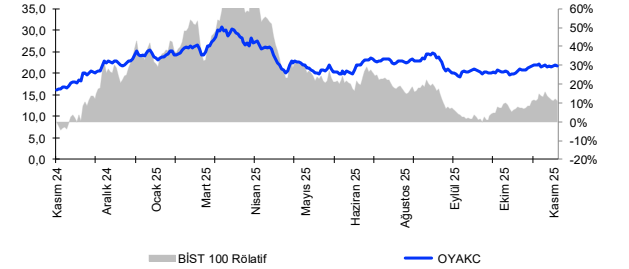
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
Others	19,95
TCC OYAK AMSTERDAM HOLDINGS B.V.	80,05

Şirket Özeti

Çimento imalatı (çimento klinkeri, portland, alüminyumlu çimento (boksit çimentosu), cüruf çimento, süper fosfat çimentolar ve benzeri suya dayanıklı çimentolar)

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 21/11/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	44.324	44.431	56.837	71.180	88.834	108.474
FAVÖK	9.282	12.743	16.026	20.765	26.094	31.982
Net Kar	11.735	7.167	12.334	15.611	19.505	24.245
Brüt Marj	30,2%	28,4%	27,3%	28,5%	28,5%	28,7%
FAVÖK Marjı	20,9%	28,7%	28,2%	29,2%	29,4%	29,5%
Net Kar Marjı	26,5%	16,1%	21,7%	21,9%	22,0%	22,4%
F/K (x)	9,0	14,7	8,5	6,8	5,4	4,3
FD/FAVÖK (x)	10,7	7,6	5,7	4,0	2,9	1,9
FD/Satışlar (x)	2,2	2,2	1,6	1,2	0,9	0,6
Özsermaye Karlılığı	41,1%	17,0%	23,2%	22,6%	22,0%	21,3%
PD/DD (x)	5,7	2,7	2,3	1,7	1,4	1,1
Net Borç/FAVÖK	-0,6	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-1,4

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

27%

OYAK Çimento'nun son üç yılda FAVÖK marjları %25–31 bandında dalgalanmıştır. 2021–2022 döneminde artış eğilimi öne çıkarken, 2023'te geçici bir gerileme yaşanmış, 2024'te ise güçlü iç talep sayesinde marjlar ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir.

2025'in ilk dokuz ayında net kar 7.3 milyar TL ile yıllık bazda %3 artış göstermiştir. Buna karşın şirket 12 milyar TL net nakit pozisyonunu korumaktadır. Ayrıca 30 Ekim 2025 tarihinde hisse başına brüt 1 TL temettü ödemesi yapmıştır. Birleşme, devir ve satış süreçlerinin ardından temettü ödemelerinin yeniden başlaması, şirketin yatırımcı dostu politikalarının güçlenmesi açısından olumlu değerlendirilmektedir.

Önümüzdeki dönemde kentsel dönüşüm projeleri ve deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerinin iç pazar hacimlerini desteklemesi beklenmektedir. Ayrıca Ukrayna ve Suriye'nin yeniden inşa süreçlerinde Türk çimento şirketlerinin önemli bir pay alabileceği öngörülmektedir. Ukrayna tarafında İstanbul Darıca ve Ünye limanları ile Romanya'daki terminalin stratejik avantaj sağlaması beklenirken, Suriye'de ise deprem bölgesindeki talebin azalmasının ardından satışların bu pazara yönelmesi muhtemeldir. Uzun vadeli büyüme planları kapsamında, İskenderun'daki öğütme tesisinin kapasitesi 2 milyon tondan 3,8 milyon tona çıkarılacaktır.

İç pazarda kentsel dönüşüm ve deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetlerinin desteklediği talep görünümü sayesinde satış gelirlerinin 2025'te %27.9, 2026'da ise %25.2 büyüme göstermesini bekliyoruz. Operasyonel verimlilik ve güçlü iç pazar dinamiklerinin katkısıyla FAVÖK marjının 2025'te %28.2, 2026'da ise %29.2 seviyesine yükselerek sektör ortalamalarının üzerinde korunması öngörülmektedir. OYAK Çimento'nun 2025–2026 döneminde karlılık ve nakit akışı açısından güçlü görünümünü koruması beklenmektedir.

Düşük karbonlu üretim ve enerji dönüşümü. Deprem bölgesine yakın fabrikaları sayesinde yeniden inşa sürecinden bölgeye çimento tedariği yapan şirketlerden biridir Sürdürülebilirlik tarafında alternatif yakıt kullanım oranı %28.6'ya yükselmiş olup, 2030 hedefi %58'dir. 2024 yılı Türkiye sektör ortalaması ise %12 seviyelerindedir. 2026 yılının ilk çeyreğinde devreye girmesi planlanan Beypazarı'ndaki 115 MW kapasiteli güneş enerjisi santrali ile Ankara ve Ünye fabrikalarının elektrik ihtiyacının %70'i bu santral tarafından karşılanması beklenmektedir. Ek olarak şirketin 2030 yılına kadar elektrik ihtiyacının %70'inin yenilenebilir kaynaklardan karşılanması hedeflenmektedir. Bu yatırımlar, enerji maliyetlerini azaltmanın yanı sıra karbon emisyonlarını düşürerek uzun vadeli rekabetçiliği destekleyecektir. Halihazırda Adana, Mardin ve Ankara fabrikalarında toplam 13,5 MW büyüklüğünde atık ısı kazanım yatırımı ile Ankara Beypazarı'nda 115 MW'lık güneş enerjisi santrali yatırımı bulunmaktadır. Güneş enerjisi santralinin 2026 yılı ilk çeyreğinde, atık ısı kazanım yatırımlarının ise kademeli olarak 2026 yılı içerisinde devreye alınması planlanmaktadır.

Sürdürülebilirlik alanında yönünü Türkiye'nin 2053 net sıfır hedefine katkı verecek şekilde belirleyen OYAK Çimento, çevresel sorumluluk kapsamında son beş yılda enerji maliyetlerini azaltmak, atık besleme sistemlerini geliştirmek, atık ısı geri kazanım tesisleri kurmak ve daha çevreci üretim üniteleri devreye almak üzere önemli yatırımlar gerçekleştirmiştir. Ayrıca alternatif yakıt kullanım oranını kayda değer biçimde artırmış olup, gelecekte daha ileri seviyelere taşımak amacıyla projelerini sürdürmektedir.

Güçlü bilanço ile desteklenen yüksek getiri potansiyeli. Türkiye çimento pazarının kapasite ve hacim lideri olan OYAK Çimento, güçlü bilançosu, yüksek alternatif yakıt kullanımı ve iç pazar odaklı stratejisiyle defansif bir profil sunmaktadır. Şirketin kısa vadede marjlar üzerinde baskı ve ihracat katkısının sınırlı kalması olumsuz etki yaratabilir. Bununla birlikte, deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri, kentsel dönüşüm projeleri ve Ukrayna ile Suriye'nin yeniden inşa süreçleri orta vadede talebi destekleyecek önemli katalizörlerdir. Ayrıca, net nakit pozisyonu şirketin karşılaşılabileceği risklere karşı koruyucu bir unsur oluşturmaktadır.

Oyak Çimento için yaptığımız indirgenmiş nakit akımı (İNA) analizi sonucunda, şirketin 2025–2034 döneminde ortalama %20'nin üzerinde gelir büyümesi ve %28–30 seviyelerinde FAVÖK marjı koruyacağı varsayılmıştır. 10 yıllık ortalama Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni (AOSM) %25 olarak hesaplarken, 10 yıllık ortalama risksiz faiz oranını %19 ve risk primini %5.5 olarak belirledik.

Şirket için adil değer hisse başına 36.19 TL olarak tespit edilmiş olup, mevcut 21.68 TL fiyat üzerinden %67 yukarı potansiyel sunmaktadır. Dolayısıyla Oyak Çimento için önerimizi **“Endeks Üzerinde Getiri”** olarak belirliyoruz.

Riskler

Enerji fiyatlarında (özellikle petrokok ve elektrik maliyetlerinde) yaşanan volatilité, şirketin üretim maliyetlerini doğrudan etkileyebilmektedir. Alternatif yakıt kullanım oranının artırılması bu riski sınırlasa da, enerji piyasasındaki sert fiyat hareketleri marjlar üzerinde baskı yaratma potansiyeline sahiptir.

Şirketin satışlarının ağırlıklı olarak (%90+) yurtiçi pazardan elde edilmesi, iç talep ve inşaat faaliyetlerindeki olası dalgalanmalara karşı OYAK Çimento'yu hassas hale getirebilir. Bununla birlikte, Şirket mevcut stratejisinde yurt içinde güçlü bir konuma sahip olsa da, Cimpor ve TCC kanalları sayesinde aracı kullanmadan hızlıca ihracata geçiş yapabilecek kapasitededir. Bu durum, potansiyel iç pazar daralmalarına karşı önemli bir dengeleme unsuru oluşturmaktadır.

Görsel 7: İNA DEĞERLEME ANALİZİ – OYAKC

(TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Ciro	56.837	71.180	88.834	108.474	131.651	158.196	188.988	223.791	262.965	307.489
Büyüme (%)	27,9%	25%	24,8%	22,1%	21,4%	20,2%	19,5%	18,4%	17,5%	16,9%
FAVÖK	16.026	20.765	26.094	31.982	38.927	46.820	55.953	66.147	77.614	90.753
Marj (%)	28,2%	29,17%	29,37%	29,48%	29,57%	29,60%	29,61%	29,56%	29,51%	29,51%
Esas Faaliyet Karı	12.676	16.506	20.784	25.495	31.056	37.360	44.653	52.765	61.889	72.365
Kaldıraçsız Vergi	-2.535	-4.126	-5.196	-6.374	-7.764	-9.340	-11.163	-13.191	-15.472	-18.091
Teorik Vergi Oranı (%)	-20%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
VSNFK	10.141	12.379	15.588	19.121	23.292	28.020	33.490	39.574	46.417	54.274
VSNFK Marjı	18%	17%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Yatırım Harcamaları	6.252	5.552	6.929	6.346	6.546	7.866	9.397	11.128	13.076	15.290
Amortisman	3.349	4.259	5.310	6.487	7.871	9.459	11.300	13.382	15.725	18.388
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	1.810	1.710	1.706	1.577	1.927	1.928	1.939	1.821	1.637	1.424
Serbest Nakit Akımı	5.428	9.377	12.263	17.686	22.689	27.685	33.454	40.006	47.428	55.948
Borç/Özkaynak	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Teorik Vergi Oranı	-20%	-25%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Risksiz Getiri Oranı	30%	25%	23%	21%	19%	18%	16%	15%	14%	13%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	35,6%	30,8%	28,3%	26,5%	24,7%	23,1%	21,5%	20,4%	19,7%	18,9%
Borçlanma Maliyeti	32,5%	27,8%	25,3%	23,5%	21,7%	20,1%	18,5%	17,4%	16,7%	15,9%
AOSM	36%	31%	28,2%	26,5%	24,7%	23,0%	21,5%	20,4%	19,7%	18,9%
İskonto Faktörü	96%	74%	58%	45%	36%	30%	24%	20%	17%	14%
NBD	5.234	6.916	7.052	8.042	8.275	8.207	8.162	8.106	8.031	7.969

İNA Varsayımları

AOSM (10 yıllık ortalama)	25%
Risksiz Faiz Oranı (10 yıllık ortalama)	20%
Terminal Büyüme Oranı	9%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (TL mn)	75.995
İndirgenmiş Devam Eden Değer (TL mn)	87.894
İndirgenmiş Faaliyetler (TL mn)	163.889
Azınlık Payına Göre Düzeltilmiş Net Borç (TL mn)	-12033
Azınlık Payı (TL mn)	0
İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	175.922

Değerleme Özeti

İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	175.922
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	175.922
Adil Değer (TL)	36,19
Hisse Fiyatı (TL)	21,68
Potansiyel Getiri	67%

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Görsel 8: FİNANSALLAR– OYAKC

Gelir Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	44.431	56.837	71.180	88.834	108.474
Satışların Maliyeti	31.799	41.321	50.913	63.500	77.340
Brüt Kar	12.632	15.516	20.267	25.335	31.134
Faaliyet Giderleri	-2.373	-2.688	-3.557	-4.309	-5.341
Pazarlama Giderleri	-322	-397	-479	-598	-730
Genel Yönetim Giderleri	-2.051	-2.292	-3.078	-3.711	-4.611
Faaliyet Gelirleri	10.895	13.683	17.720	22.233	27.205
FAVÖK	12.743	16.026	20.765	26.094	31.982
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1.515	1.955	2.449	3.056	3.732
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-739	-948	-1.235	-1.607	-2.021
Diğer Faaliyet Gelirleri, net	776	1.007	1.214	1.449	1.711
Finansal Gelirler	2.676	3.550	4.563	5.659	6.853
Financial Expense	-1.071	-1.212	-1.493	-1.820	-2.175
Finansal Gelir, net	1.606	2.337	3.071	3.839	4.678
Parasal (kayıp) / kazanç	-1.864	-1.305	-1.844	-2.397	-2.403
Vergi Gideri	-3.969	-3.084	-5.204	-6.502	-8.082
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi k	11.137	15.418	20.814	26.006	32.327
Net Kar	7.167	12.334	15.611	19.505	24.245
Pay Başına Kazanç	1,5	2,5	3,2	4,0	5,0
Pay Başına Temettü	0,0	1,0	1,5	1,7	2,1

Büyüme Oranları	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış	0,2%	27,9%	25,2%	24,8%	22,1%
FAVÖK	37,3%	25,8%	29,6%	25,7%	22,6%
Net Kar	-38,9%	72,1%	26,6%	24,9%	24,3%

Bilanço (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.352	12.333	18.365	25.644	39.185
Ticari Alacaklar	6.938	8.448	10.385	12.717	15.231
Stoklar	6.411	7.888	9.879	12.329	14.758
Maddi Duran Varlıklar	23.246	29.737	37.241	48.802	59.591
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.079	1.185	1.485	1.853	2.262
Diğer Varlıklar	11.555	13.835	16.392	19.254	22.404
Kullanım Hakkı Varlıkları	855	685	608	759	695
Toplam Varlıklar	56.437	74.111	94.354	121.358	154.126
Finansal Borçlar	222	287	366	440	517
Ticari Borçlar	6.067	7.243	9.461	12.538	15.904
Diğer Yükümlülükler	187	209	228	247	264
Toplam Yükümlülükler	10.815	13.221	16.801	21.379	26.377
Özkaynaklar	45.622	60.890	77.553	99.979	127.750
Net Borç / (Nakit)	-8.206	-14.841	-21.589	-29.645	-44.038

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Vergi Öncesi Kar	11.137	15.418	20.814	26.006	32.327
Amortisman	2.624	3.349	4.259	5.310	6.487
İşletme Sermayesi Δ	363	1.810	1.710	1.706	1.577
Vergiler	-3.969	-3.084	-5.204	-6.502	-8.082
Yatırım Harcamaları	7.810	6.252	5.552	6.929	6.346
Borçlanma Δ	-2.215	64	79	74	77
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-17.049	-17.829	-21.180	-26.243	-25.191
Sene İçinde Nakit Oluşumu	-1.300	5.981	6.031	7.280	13.540
Serbest Nakit Akımları	963	5.428	9.377	12.263	17.686

Finansal Göstergeler	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Özsermaye Karlılığı	15,7%	20,3%	20,1%	19,5%	19,0%
FAVÖK Marjı	28,7%	28,2%	29,2%	29,4%	29,5%
Net Kar Marjı	16,1%	21,7%	21,9%	22,0%	22,4%
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,64	-0,93	-1,04	-1,14	-1,38
KV Borçlar / Toplam Borçlar	93,6%	93,5%	93,4%	93,6%	93,8%
Sermaye / Toplam Varlıklar	80,8%	82,2%	82,2%	82,4%	82,9%
Cari Oran (x)	2,4	2,8	3,0	3,0	3,3

Değerleme Çarpanları	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
P/E (x)	14,7	8,5	6,8	5,4	4,3
P/BV (x)	2,7	2,3	1,7	1,4	1,1
EV/EBITDA (x)	7,6	5,7	4,0	2,9	1,9
EV/Sales (x)	2,2	1,6	1,2	0,9	0,6

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

AKÇANSA

Akçansa için kapsamımızı “Endekse Paralel Getiri” tavsiyesiyle yeniden başlatıyor ve hisse başına %34 yukarı potansiyel ile 164.98 TL hedef fiyat belirliyoruz. Şirketin Marmara Bölgesi’ndeki stratejik konumu, entegre iş modeli ve büyüyen liman operasyonları güçlü yönler olarak öne çıkmakla birlikte, marjlar üzerindeki devam eden baskı ve hazır beton hacimlerinin yurt içi inşaat faaliyetine yüksek duyarlılığı dengeli bir görünüm sunmamıza neden olmaktadır.

Stratejik Konum ve Entegre İş Modeli. Akçansa, Sabancı Holding ve Heidelberg Materials ortaklığında faaliyet göstermekte olup Marmara bölgesinde stratejik konumuyla öne çıkan Türkiye’nin en büyük çimento üreticilerinden biridir. Ambarlı ve Çanakkale Limanları üzerinden sahip olduğu ihracat kanalı sayesinde uluslararası pazarlara erişim avantajına sahiptir. Liman operasyonlarının hacmi ve karlılık katkısı artmaktadır. Akçansa Port, uluslararası Ro-Ro taşımacılığında dünya liderlerinden Grimaldi Group ile gerçekleştirdiği stratejik iş birliği kapsamında, 2024 itibarıyla Ambarlı Limanı’ndan İtalya’nın Trieste Limanı’na haftada iki kez Ro-Ro seferlerine başlamıştır. Böylece Akçansa Port, Türkiye’nin Avrupa yakasında uluslararası Ro-Ro hizmeti sunan önemli limanlardan biri konumuna gelmiştir ve liman faaliyetlerinin çeşitlenmesiyle birlikte gelir tabanını genişletmiştir. Ambarlı Limanı, ağırlıklı olarak hammadde tedarigi ve üçüncü taraflara hizmet sunarken, Marmara bölgesi talebinin karşılanamadığı dönemlerde Çanakkale Limanı ile entegre çalışarak operasyonel esneklik sağlamaktadır. Çanakkale Limanı, şirketin ana ihracat üssü konumunda olup 2024 yılında Bruks Siwertell firmasıyla yapılan iş birliği sonucu gemi yükleyici (shiploader) yenileme yatırımı tamamlanmıştır. Mevcut 10.000 ton/gün kapasite, 15.000 ton/gün çimento ve klinker yükleme kapasitesine çıkarılmıştır.

Bu yenileme, operasyonel verimliliği artırarak müşteri taleplerine daha hızlı yanıt verilmesini sağlamak ve Avrupa pazarındaki rekabet gücünü desteklemektedir. Her iki limanda gerçekleştirilen bu yatırımlar, Akçansa’nın lojistik gücünü pekiştirirken, liman iş kolunun hem hacim hem de karlılık açısından şirketin toplam performansına artan katkı sağlamasına olanak tanımaktadır. Şirket, çimento yanında hazır beton markası Betonsa ve agregat markası Agregasa ile de dikey entegre bir yapıya sahiptir. Marmara’daki yoğun konut ve altyapı projeleri ile mega yatırımlardan doğrudan faydalanabilen Akçansa, pazar çeşitliliğini ihracat kanallarıyla desteklemektedir.

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	ÇİMENTO
Bloomberg / Reuters Kodu	AKCNS.TI / AKCNS.IS
Fiyat (TL/hisse)	123,40
Hedef Fiyat (TL/hisse)	164,98
Potansiyel Getiri (%)	34%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	123,40-204,45
Piyasa Değeri (milyon TL)	23.625
Firma Değeri (milyon TL)	24.200
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	4.489
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	191
Dolaşımdaki Paylar	%19
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%11,10
3 Ay Önce	%10,93

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	627	598	844	677
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	79.274	77.934	113.829	104.099
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	123,40-126,90	123,40-134,60	123,40-149,50	123,40-204,45

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%6	-%8	-%19	-%20
BİST-100’e Göre Rölaf Getiri	-%10	-%4	-%31	-%31

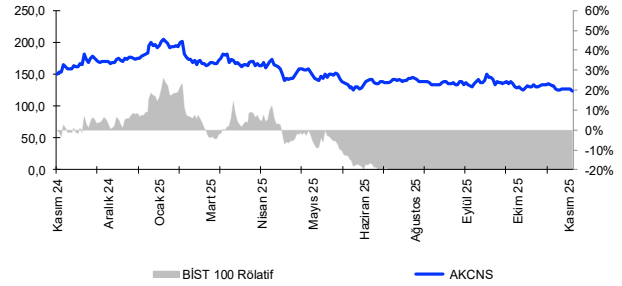
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	39,72
HEIDELBERG MATERIALS AG	
Others	20,56

Şirket Özeti

Çimento Üretimi, Satış- Hazır Beton Üretimi, Satış ve Esas Sözleşmede Kayıtlı Diğer İşler.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 21/11/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	27.034	21.614	25.036	31.670	38.820	46.700
FAVÖK	3.930	3.859	3.804	4.911	6.028	7.479
Net Kar	3.424	1.673	1.647	2.255	2.755	3.468
Brüt Marj	21,2%	16,7%	14,2%	14,5%	14,6%	15,0%
FAVÖK Marjı	14,5%	17,9%	15,2%	15,5%	15,5%	16,0%
Net Kar Marjı	12,7%	7,7%	6,6%	7,1%	7,1%	7,4%
F/K (x)	6,9	14,1	14,3	10,5	8,6	6,8
FD/FAVÖK (x)	5,7	5,7	5,8	4,9	4,3	3,7
FD/Satışlar (x)	0,8	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Özsermaye Karlılığı	21,9%	8,3%	7,8%	10,0%	10,9%	12,1%
PD/DD (x)	2,1	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
Net Borç/FAVÖK	-0,3	-0,4	-0,5	0,1	0,4	0,6

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kısa vadeli zayıflık sonrası operasyonel toparlanma. 2025'in ilk dokuz ayında şirketin satış gelirleri yıllık %18 düşüşle 17 milyar TL'ye gerilemiştir. FAVÖK %46 daralarak 2.1 milyar TL'ye düşmüş, FAVÖK marjı %18.4'ten %12.1'e gerilemiştir. Özellikle hazır beton segmentindeki %11'lik hacim düşüşü bu gerilemede etkili olmuştur.

Bununla birlikte, 3Ç25'te operasyonel toparlanma sinyalleri alınmıştır: satışlar bir önceki çeyreğe göre %12 artarken, FAVÖK 1.1 milyar TL'ye çıkarak %42 artış göstermiş ve marj %13.3'ten %16.9'a yükselmiştir

Net kar da 413 milyon TL seviyesinde gerçekleşerek 1Ç25'teki zarardan toparlanma göstermiştir. Bilanço tarafında ise 2025 ilk dokuz ayı itibarıyla TL575mn net borç pozisyonu bulunmakta olup, net borç/FAVÖK oranı 0.2x ile düşük seviyededir.

2025 sonrasında Marmara Bölgesi'ndeki altyapı ve kentsel dönüşüm yatırımlarının yanı sıra, Ambarlı Limanı ve özellikle Çanakkale Limanı'nın sağladığı lojistik avantaj ile ABD başta olmak üzere ihracat pazarlarındaki güçlü talebin hacimleri desteklemesi beklenmektedir. Bu doğrultuda satış gelirlerinin 2025'te %15.8, 2026'da ise %26.5 büyüme göstermesini öngörüyoruz. 2025'in ilk dokuz ayında baskılanan karlılığın ardından, iç talepteki kademeli toparlanma ile birlikte FAVÖK marjının 2025 yılsonunda %15.2, 2026'da ise %15.5 seviyelerine yükselmesini bekliyoruz.

Operasyonel verimliliği artırmaya yönelik olarak, Akçansa klinker kullanım oranını azaltarak yıllık 100–150 bin ton ilave çimento üretim kapasitesi yaratmayı hedeflemektedir. Marmara ve Ege bölgelerindeki zorlu piyasa koşullarına rağmen, ihracat kanallarındaki artış ile hacim dengelenmiştir. ABD, Türk çimento ihracatının en önemli varış noktalarından biri olmaya devam etmektedir. Göreceli yüksek talep ve etkin envanter yönetimi klinker satışlarını desteklemiştir. 2024'ün ilk dokuz ayında satışların yaklaşık %20'si yurtdışına gerçekleşirken, bu oran 2025'in aynı döneminde %25'e yükselmiştir.

Buna ek olarak, İstanbul Kuzey Demiryolu Geçiş Projesi'nin (INRAIL) hayata geçirilmesiyle Marmara Bölgesi'nin lojistik altyapısının güçlenmesi beklenmektedir. Çayırova'dan başlayarak Yavuz Sultan Selim Köprüsü üzerinden Çatalca'ya uzanacak bu çift hatlı demiryolu hattı, uzun vadede Akçansa'nın liman ve fabrika operasyonlarıyla entegre çalışarak çimento ve klinker taşımacılığında verimliliği artırma, lojistik maliyetleri düşürme ve karbon ayak izini azaltma potansiyeline sahiptir.

Sürdürülebilirlikte küresel liderlik. Akçansa, sürdürülebilirlik odaklı stratejisini güçlendirmek amacıyla, geri dönüşüm ve çevre yönetimi alanında faaliyet gösteren Akademi Çevre ile 10 yıllık stratejik iş birliği kapsamında 60.000 ton/yıl kapasiteli Atıktan Türetilmiş Yakıt (ATY) tesisi kurmuştur. Ekim 2025 itibarıyla faaliyete geçen tesisin, sözleşme süresi boyunca yaklaşık 130 bin ton CO₂ emisyon azaltımı sağlaması hedeflenmektedir. Bu iş birliği, Akçansa'nın alternatif yakıt kullanım oranını 2025'te %22'ye çıkarmasına katkı sağlamış olup, 2030'a kadar bu oranın %35'in üzerine taşınması hedeflenmektedir. Akçansa'nın karbon yoğunluğu (kg CO₂/ton çimento) sürekli olarak düşüş trendindedir. LSEG tarafından yapılan ESG değerlendirmesinde, 130 küresel inşaat malzemesi şirketi arasında 1. sırada yer alarak sektör liderliği elde etmiştir.

Sınırlı getiri potansiyeliyle dengeli görünüm. Yaptığımız indirgenmiş nakit akımı (İNA) analizi sonucunda, serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 11.3 milyar TL, uç değeri ise 20.9 milyar TL olarak hesaplanmıştır. 10 yıllık ortalama Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti’ni (AOSM) %23 olarak hesaplarken, 10 yıllık ortalama risksiz faiz oranını %19 ve risk primini %5, olarak belirledik. Şirket için adil değer hisse başına 164.98 TL olarak tespit edilmiş olup, mevcut 123.40 TL fiyat üzerinden %34 yukarı potansiyel sunmaktadır. Dolayısıyla Akçansa için önerimizi “Endekse Paralel Getiri” olarak belirliyoruz.

Şirket, 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.8x ve 4.9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Riskler

Enerji maliyetlerinde (özellikle petrokok ve elektrik fiyatlarında) yaşanan oynaklık, üretim maliyetleri üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Her ne kadar döviz kurlarındaki dalgalanmalar ithal girdi maliyetleri üzerinde baskı yaratabilse de, Akçansa’nın net ihracatçı pozisyonu sayesinde kur artışları karlılığa genel olarak olumlu yansımaktadır. Alternatif yakıt kullanım oranının artırılması bu riski sınırlasa da, enerji piyasalarındaki sert fiyat hareketleri kârlılık üzerinde dalgalanma yaratabilir.

Hazır beton ve agrega segmentlerinin toplam satışlardaki yüksek payı, şirketi inşaat sektöründeki dönemsel dalgalanmalara karşı daha hassas hale getirmektedir. Marmara ve Ege bölgelerinde rekabetin yoğunluğu, fiyatlama gücünü sınırlayarak marjlar üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilir.

Yurtiçi talepte olası bir yavaşlama veya büyük altyapı projelerinin ertelenmesi, hacim büyümesi üzerinde baskı yaratabilir. İhracatın toplam gelirlerdeki payı artmakla birlikte, küresel talepteki daralma ya da navlun maliyetlerindeki artış, ihracat marjlarını olumsuz etkileyebilir.

Buna ek olarak, jeopolitik ortamda olası bir iyileşme, özellikle Ukrayna ve İsrail pazarlarının yeniden açılması durumunda, Türk çimento üreticilerinin ihracat hacimleri açısından pozitif bir etki yaratabilir. Bu kapsamda, Akçansa’nın stratejik liman altyapısı ve Marmara bölgesindeki güçlü üretim kapasitesi, bölgesel yeniden inşa projelerinden faydalanma potansiyelini artırmaktadır.

Görsel 9: İNA DEĞERLEME ANALİZİ – AKCNS

(TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Ciro	25.036	31.670	38.820	46.700	55.503	65.407	76.725	89.330	103.296
Büyüme (%)	15,8%	26%	22,6%	20,3%	18,8%	17,8%	17,3%	16,4%	15,6%
FAVÖK	3.804	4.911	6.028	7.479	8.782	10.171	11.876	14.011	16.377
Marj (%)	15,2%	15,51%	15,53%	16,01%	15,82%	15,55%	15,48%	15,68%	15,85%
Esas Faaliyet Karı	2.356	3.079	3.783	4.778	5.572	6.388	7.438	8.845	10.403
Kaldıraçsız Vergi	-589	-770	-946	-1.195	-1.393	-1.597	-1.860	-2.211	-2.601
Teorik Vergi Oranı (%)	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
VSNFK	1.767	2.309	2.837	3.584	4.179	4.791	5.579	6.634	7.802
VSNFK Marjı	7%	7%	7%	8%	8%	7%	7%	7%	8%
Yatırım Harcamaları	1.348	1.705	2.090	2.464	2.870	3.315	3.888	4.074	4.240
Amortisman	1.448	1.832	2.245	2.701	3.210	3.783	4.437	5.166	5.974
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	1.117	1.275	1.144	1.325	1.547	1.811	2.142	2.476	2.844
Serbest Nakit Akımı	750	1.160	1.848	2.495	2.972	3.448	3.986	5.249	6.692
Borç/Özkaynak	14%	16%	17%	18%	18%	18%	18%	18%	17%
Teorik Vergi Oranı	-25%	-25%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Risksiz Getiri Oranı	30%	25%	23%	21%	19%	18%	16%	15%	14%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	34,5%	29,6%	27,1%	25,3%	23,6%	21,9%	20,4%	19,3%	18,5%
Borçlanma Maliyeti	32,5%	27,8%	25,3%	23,5%	21,7%	20,1%	18,5%	17,4%	16,7%
AOSM	33%	28%	25,7%	24,0%	22,2%	20,7%	19,2%	18,2%	17,5%
İskonto Faktörü	97%	75%	60%	48%	40%	33%	28%	23%	20%
NBD	725	875	1.108	1.207	1.176	1.131	1.097	1.222	1.326

İNA Varsayımları

AOSM (10 yıllık ortalama)	23%
Risksiz Faiz Oranı (10 yıllık ortalama)	19%
Terminal Büyüme Oranı	9%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (TL mn)	11.277
İndirgenmiş Devam Eden Değer (TL mn)	20.884
İndirgenmiş Faaliyetler (TL mn)	32.161
Azınlık Payına Göre Düzeltilmiş Net Borç (TL mn)	575
Azınlık Payı (TL mn)	0
İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	31.585

Değerleme Özeti

İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	31.585
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	31.585
Adil Değer (TL)	164,98
Hisse Fiyatı (TL)	123,40
Potansiyel Getiri	34%

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Görsel 10: FİNANSALLAR - AKCNS

Gelir Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	21.614	25.036	31.670	38.820	46.700
Satışların Maliyeti	18.009	21.474	27.065	33.167	39.673
Brüt Kar	3.605	3.562	4.605	5.653	7.028
Faaliyet Giderleri	-1.015	-1.206	-1.526	-1.870	-2.250
Pazarlama Giderleri	-133	-155	-196	-240	-288
Genel Yönetim Giderleri	-881	-1.051	-1.330	-1.630	-1.961
Faaliyet Gelirleri	2.505	2.265	2.949	3.626	4.590
FAVÖK	3.859	3.804	4.911	6.028	7.479
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	350	459	581	712	857
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-435	-550	-711	-869	-1.046
Diğer Faaliyet Gelirleri, net	-85	-91	-130	-157	-189
Finansal Gelirler	1.122	1.488	1.913	2.372	2.873
Financial Expense	-1.136	-1.374	-1.770	-2.222	-2.706
Finansal Gelir, net	-14	114	143	150	166
Parasal (kayıp) / kazanç	-77	-54	-76	-93	-93
Vergi Gideri	-853	-840	-1.150	-1.405	-1.769
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi k	2.526	2.487	3.406	4.160	5.237
Net Kar	1.673	1.647	2.255	2.755	3.468
Pay Başına Kazanç	8,7	8,6	11,8	14,4	18,1
Pay Başına Temettü	7,3	6,3	5,6	6,8	8,4

Büyüme Oranları	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış	-20,0%	15,8%	26,5%	22,6%	20,3%
FAVÖK	-1,8%	-1,4%	29,1%	22,7%	24,1%
Net Kar	-51,1%	-1,5%	36,9%	22,1%	25,9%

Bilanço (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.509	5.377	4.065	3.005	2.246
Ticari Alacaklar	3.418	4.801	6.334	7.870	9.596
Stoklar	2.067	2.744	3.731	4.680	5.758
Maddi Duran Varlıklar	9.480	8.376	10.595	12.987	15.623
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	474	430	543	666	801
Diğer Varlıklar	7.738	8.692	9.789	11.020	12.415
Kullanım Hakkı Varlıkları	712	825	1.044	1.279	1.508
Toplam Varlıklar	28.398	31.244	36.100	41.508	47.947
Finansal Borçlar	2.818	3.633	4.635	5.574	6.545
Ticari Borçlar	3.753	4.696	5.941	7.282	8.760
Diğer Yükümlülükler	77	86	94	102	109
Toplam Yükümlülükler	7.843	9.795	12.268	14.787	17.493
Özkaynaklar	20.555	21.449	23.833	26.721	30.454
Net Borç / (Nakit)	-1.691	-1.744	570	2.569	4.299

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Vergi Öncesi Kar	2.526	2.487	3.406	4.160	5.237
Amortisman	1.268	1.448	1.832	2.245	2.701
İşletme Sermayesi Δ	-282	1.117	1.275	1.144	1.325
Vergiler	-853	-840	-1.150	-1.405	-1.769
Yatırım Harcamaları	1.164	1.348	1.705	2.090	2.464
Borçlanma Δ	-103	814	1.002	939	971
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-3.137	-5.507	-9.381	-10.234	-11.688
Sene İçinde Nakit Oluşumu	583	868	-1.312	-1.060	-759
Serbest Nakit Akımları	2.102	750	1.160	1.848	2.495

Finansal Göstergeler	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Özsermaye Karlılığı	8,1%	7,7%	9,5%	10,3%	11,4%
FAVÖK Marjı	17,9%	15,2%	15,5%	15,5%	16,0%
Net Kar Marjı	7,7%	6,6%	7,1%	7,1%	7,4%
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,44	-0,46	0,12	0,43	0,57
KV Borçlar / Toplam Borçlar	89,9%	89,8%	89,8%	89,8%	89,8%
Sermaye / Toplam Varlıklar	72,4%	68,7%	66,0%	64,4%	63,5%
Cari Oran (x)	1,6	1,6	1,4	1,3	1,3

Değerleme Çarpanları	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
P/E (x)	14,1	14,3	10,5	8,6	6,8
P/BV (x)	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (x)	5,7	5,8	4,9	4,3	3,7
EV/Sales (x)	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.