

ŞİRKET RAPORU

Türkiye | Çimento | 13 Kasım 2025



ÇİMSA (CİMSA TI) - Bir Global Oyuncu Olma Hikayesi

Çimsa'yı; i) coğrafi çeşitliliği sayesinde döviz bazlı gelirlerini artırarak risklerini azaltması ve global bir oyuncu haline gelmesi, ii) yüksek kârlılığa sahip özel ürün portföyü ve enerji verimliliği odaklı yatırımları, iii) yüksek ölçekli yatırımların geçici olarak borçluluğu artırmasına rağmen, bu yatırımların operasyonel gelirleri güçlendirmesiyle net borç/FAVÖK oranını sürdürülebilir seviyelerde koruyabilmesi nedenleriyle uzun vadeli değer yaratma potansiyeli güçlü bir şirket olarak değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda, Çimsa için 12 aylık hedef fiyatımız 72,80TL olup %71 artış potansiyeline sahiptir.

Mannok ve Houston yatırımlarıyla ivmelenen gelir artışı... Çimsa 2024 yılında Mannok Holdings'in %94,7'sini 253,48mn EUR bedele satın almasıyla, yapı malzemeleri segmentini ürün portföyüne eklemiştir. Bu yatırım 2024'ün son çeyreğinin satış gelirlerine 73,4mn EUR (2,7mlr TL) inorganik katkı sağlamıştır. 13 Ekim 2025'ten itibaren Houston gri çimento tesisinin devreye alınmasıyla Çimsa'nın konsolide satış gelirlerinin 45,47mlr TL, 2026'da ise 58,26mlr TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda Çimsa'nın 2025–2032 arasında %8,5 bileşik gelir büyüme oranı (CAGR) elde etmesini bekliyoruz.

Karlılıkta toparlanma ve güçlü nakit yaratımı... Enerji verimliliği yatırımları ve özel ürün portföyünden (beyaz çimento, Kalsiyum Alüminat çimentosu [CAC], yapı malzemeleri) elde edilen gelirlerin payındaki artış, karlılığa da olumlu yansımaktadır. 2025 yılında FAVÖK'ün 8,17mlr TL, net karın 3,43mlr TL seviyesinde gerçekleşmesi; 2026'da ise FAVÖK'ün 11,21mlr TL, net karın 5,56mlr TL'ye yükselmesini bekliyoruz. FAVÖK marjının 2025'te %18 2026'da %19,3, 2032 sonunda ise %22,6 seviyelerine çıkmasını öngörüyoruz.

Yenilenebilir enerji yatırımlarıyla maliyetlerinde kalıcı azalma... Çimsa, karbon nötr hedefi doğrultusunda Eskişehir tesisinde yürüttüğü sürdürülebilir enerji yatırımlarını hızla hayata geçirmektedir. Şirket, IFC'den sağladığı 70mn USD ve EBRD'den temin ettiği 25mn EUR tutarındaki yeşil kredilerle finanse ettiği 14,2MWp kapasiteli Güneş Enerjisi Santrali (GES) 1Ç25 itibarıyla ve 5,5MWp kapasiteli Atık Isı Geri Kazanım (AIGK) tahminimizce 2026'da devreye alınmasıyla Eskişehir fabrikasının enerji ihtiyacının sırasıyla %15'ini ve %25'ini karşılamayı planlamaktadır. 2021 yılına kıyasla 2024'te emisyon yoğunluğunu %14,6 azaltan ve 2033'e kadar %40'ın üzerinde bir düşüş hedeflemektedir. Şirket 2030'da enerji ihtiyacının %80'ini yenilenebilir kaynaklardan karşılamayı planlamaktadır (2024: %63). Böylece Çimsa, AB'nin 2026'da devreye alacağı Sınırdan Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) öncesinde rekabet avantajını koruyacak güçlü bir konuma sahiptir.

Döviz bazlı gelir ağırlığı ve coğrafi çeşitlilikle risk dengesi... Yurt dışı operasyonların katkısı artış göstermektedir. 2024'te gelirlerin %55'i yurt dışından elde edilirken, bu oranın 2026'da %68 seviyesine yükselmesini bekliyoruz ve kademeli olarak 2030'da %70 seviyesinde devam etmesini öngörüyoruz. Döviz bazlı gelirlerin artışı, Çimsa'ya kur dalgalanmalarına karşı doğal bir koruma sağlamaktadır. Mannok ve Buñol yatırımlarıyla Avrupa'da, Houston tesisleriyle Kuzey Amerika'da güçlenen şirket; yüksek katma değerli ürünleri ve çeşitlenen gelir yapısıyla uzun vadede sürdürülebilir büyüme görünümünü desteklemektedir.

Güçlü bilanço, düşük kaldıraç ve cazip değerlendirme... 2024 sonu itibarıyla Net Borç/FAVÖK 2,38x seviyesinde (9A25: 2,65x) olup, Mannok finansmanı sonrası yapılan yeniden yapılandırma ile borç vadesi ilk iki yıl ödemesiz beş yıla uzatılmıştır. Güçlü nakit yaratımı, önümüzdeki iki yılda %1,7–3,4 temettü verimi potansiyelini desteklemektedir. Çimsa, 2026 tahminlerimize göre 5,5x FD/FAVÖK ve 7,2x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu iskontonun, yatırımların kârlılığa yansımalarıyla azalmasını öngörüyoruz.

Katalistler: i) Hem yurt içi hem yurt dışı çimento talebinde artış, ii) Düşük petrokok fiyatları, iii) Artan tüketime bağlı ürün fiyat artışları

Riskler: i) Petrokok maliyetinde fiyat artışı ii) Düşük talep, iii) Yüksek rekabet

CİMSA:TI / CİMSA:IS

Öneri

Hedef Fiyat:

Getiri Potansiyeli:

AL

₺72,80

71%

Hisse Fiyatı (TL):	42,60
Piyasa Değeri (mn TL):	40,282
Hisse Adedi (mn):*	945,6
Fiili Dolaşım Oranı (%):	45,00
Fiili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	18,127
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Çimento, Beton

Hisse Performans (12/11/2025)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	36 - 57			
	1h	1A	3A	ybb
Nominal	-5,2%	-2,5%	-13,0%	-7,4%
Rölatif (BİST-100)	-2,3%	-1,8%	-10,5%	-14,5%
Ort. İşlem Adedi (mn)	9,18	11,49	11,58	11,75
Ort. İşlem Hacmi (mn T)	406	510	531	566
BİST-100'deki ağırlığı	0,58			
Yabancı Payı	Mevcut		12A Önce	
	6,45%		7,63%	

Kısaca Şirket

Çimsa Çimento, 1972 yılında kurulmuş olup, ana faaliyet alanları arasında gri çimento, beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimentosunun üretimi, hazır beton ve yapı malzemelerinin imalatı ve pazarlanması bulunmaktadır. Türkiye'de bünyesinde Mersin, Eskişehir, ve Afyonkarahisar'da bulunan entegre çimento fabrikalarının yanı sıra yurt dışında ise İspanya'da bulunan Bunol fabrikasında beyaz çimento, Houston fabrikasında var olan beyaz çimento, yıl sonunda açtığı gri çimento öğütme tesisi ve de İrlanda'da yapmış olduğu yeni yatırım olan Mannok tesisinde çimento ve yapı malzemeleri ürün satışı yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı

	Oran
Halka Açık	36,48%
Hacı Ömer Sabancı Holding Anonim Şirketi	54,54%
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,98%

Finansal Göstergeler

(TL mn)	2023/12	2024/12	2025T	2026T
Ciro	29.604	28.151	45.470	58.257
FAVÖK	5.284	5.560	8.172	11.214
Net Kar	3.596	2.688	3.429	5.564
FAVÖK Marjı	17,8%	19,8%	18,0%	19,3%
Net Kar Marjı	12,1%	9,5%	7,5%	9,6%
FD/FAVÖK (x)	11,6	11,1	7,5	5,5
F/K (x)	11,2	15,0	11,7	7,2
FD/Satış (x)	2,08	2,19	1,35	1,06
Temettü/hisse (TL)	1,53	0,63	0,73	1,47
Temettü Verimi	3,6%	1,5%	1,7%	3,5%
Net Borç/FAVÖK (x)	0,4x	2,38x	2,64x	2,48x
Aktif Karlılığı (ROA)	6,5%	4,0%	3,9%	5,2%

Berkay Yılmaz

+90 (212) 244 55 67

berkayv@global.com.tr

Onur Marşan

+90 (212) 244 55 67

onurm@global.com.tr



FINANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	29.604	28.151	45.470	58.257	64.103
Satışların Maliyeti	23.787	22.106	36.520	46.122	50.234
Brüt Kar	5.818	6.044	8.951	12.135	13.869
Faaliyet Giderleri	-2.177	-2.917	-4.217	-5.328	-5.771
FAVÖK	5.284	5.560*	8.172	11.214	12.954
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	1.218	419	464	1.379	1.518
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-1.846	-1.082	-1.325	-1.337	-1.475
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	600	187	309	291	321
Parasal Kazanç/ Kayıp	566	1.253	1.128	1.015	914
Vergi Öncesi Kar	4.241	3.905	5.309	8.156	9.375
Vergi Gideri	-204	850	1.680	2.392	2.697
Net Kar/(Zarar)	3.596	2.688	3.429	5.564	6.479

Bilanço (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.106	7.688	4.884	4.014	7.024
Ticari Alacaklar	3.385	5.658	8.236	10.536	10.476
Stoklar	4.131	5.168	7.005	9.650	9.048
Maddi Duran Varlıklar	22.421	28.109	41.247	53.725	57.510
Diğer Varlıklar	16.379	20.982	27.175	28.910	32.519
Toplam Varlıklar	55.421	67.604	88.548	106.835	116.578
Finansal Borç	12.484	21.490	27.691	33.226	39.322
Ticari Borçlar	4.619	6.646	6.541	10.114	8.027
Diğer Yükümlülükler	4.485	7.431	10.329	10.824	9.641
Toplam Yükümlülükler	21.587	35.567	44.561	54.163	56.989
Özkaynaklar	26.803	24.745	34.909	43.181	49.273
Ödenmiş Sermaye	946	946	946	946	946
Net Borç/(Nakit)	2.208	13.223	21.542	27.788	30.708

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	-21%	-5%	62%	28%	10%
FAVÖK	37%	5%	47%	37%	16%
Net Kar	-51%	-25%	28%	62%	16%

Finansal Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hisse Başına Kar (TL)	3,80	2,84	3,63	5,88	6,85
Hisse Başına Temettü (TL)	1,53	0,63	0,73	1,47	2,06
Özsermaye Karlılığı	13,4%	10,9%	9,8%	12,9%	13,1%
Brüt Marj	19,7%	21,5%	19,7%	20,8%	21,6%
FAVÖK Marjı	17,8%	19,8%	18,0%	19,3%	20,2%
Net Kar Marjı	12,1%	9,5%	7,5%	9,6%	10,1%
Net Borç/Özsermaye	0,08x	0,53x	0,62x	0,64x	0,62x
Net Borç/FAVÖK	0,42x	2,38x	2,64x	2,48x	2,37x

*Tek seferlik danışmanlık ücreti çıkarılmış şekilde

Kaynak: Fınnet, Global Menkul Değerler

Yatırım Teması

Çimsa'yı, yüksek katma değerli ürün portföyü, sürdürülebilir kârlılık profili, döviz bazlı gelir yapısı ve güçlü bilançosuyla desteklenen operasyonel dayanıklılığı nedeniyle beğeniyoruz. Ürün karmasındaki dönüşüm, karbon nötr üretim vizyonu ve artan uluslararası varlığı, şirketi yalnızca Türkiye'de değil, Avrupa ve Amerika pazarlarında da öncü konuma taşımaktadır. Beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimentosu (CAC) gibi yüksek marjlı segmentlerdeki uzmanlığı, yenilenebilir enerji yatırımları ve yapı malzemeleri tarafındaki çeşitlilikle birleştiğinde, Çimsa'nın önümüzdeki dönemde kârlılık ve nakit akışı açısından sürdürülebilir büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

Çimsa'da hisse başına 72,80TL olarak belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyatımız, mevcut seviyelere göre %71 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Tüm bunların sonucu olarak CİMSA'ya "AL" tavsiyesi ile hedef fiyat güncellemesi yapıyoruz.

Şirketin net borç/FAVÖK oranının 2024 yıl sonunda 2,38x seviyesinde gerçekleşmesinin ardından (9A25: 2,65x), devam eden yatırımların finansman yükü ve yeni projelerin henüz tam kapasite faaliyete geçmemesinin etkisiyle 2025 yıl sonunda 2,64x seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Projelerin devreye alınmasıyla birlikte 2026 yılında net borç/FAVÖK'ün 2,48x seviyesine düşmesini bekliyoruz. Özsermaye kârlılığının (ROE) 2026'da %12,9 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz (2024:%10,9). Bu göstergeler, 2026 ve sonrasında Çimsa'nın operasyonel kârlılığını artırarak hisse performansını destekleyecek temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Çimsa'nın İspanya'daki Buñol fabrikası, İrlanda'daki Mannok yatırımı ve ABD Houston'daki yeni gri çimento öğütme tesisi, şirketin gelirlerini coğrafi olarak çeşitlendirirken jeopolitik risklere karşı önemli bir koruma sağlamaktadır.

Karbon nötr üretim vizyonu kapsamında, Eskişehir'de yürütülen Güneş Enerjisi Santrali (GES) ve Atık Isı Geri Kazanım (AIGK) projeleriyle enerji verimliliğini arttıracaktır. Sabancı Teknoloji Merkezi'nde sürdürülen Ar-Ge çalışmaları sayesinde, klinker kullanım oranının 2025'te %80'e ve 2035'te %72 seviyelerine düşürülmesi planlanarak kamu ihalelerinde yeşil çimento şartını yerine getirmeyi hedeflemektedir.

Artan Kentleşme ve Konut Talebiyle Desteklenen Yurt İçi Pazar

Türkiye çimento sektörü, yaklaşık 101mn ton klinker üretim kapasitesiyle Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise beşinci büyük üreticisi konumundadır. Artan nüfus, şehirleşme ve kentsel dönüşüm projeleri sektörde yapısal talebi desteklemekte, 2024'te yurt içi çimento tüketimi %9,2 artışla 71mn tona ulaşmıştır.

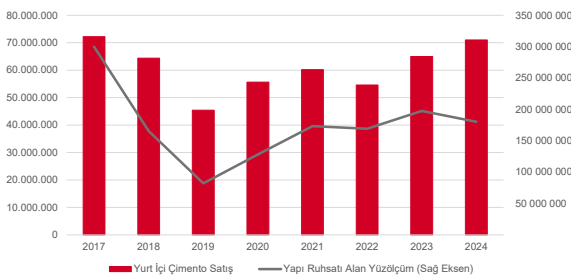
Deprem bölgesinde yürütülen yeniden inşa süreci ve kentsel dönüşüm projeleri, önümüzdeki yıllarda iç talebi güçlü tutacaktır. Bu doğrultuda, 2025–2028 döneminde inşaat sektörünün yıllık ortalama %4–5 reel büyüme göstermesi beklenmektedir.

Yapı Ruhsatlarındaki Artış Çimento Talebini Destekliyor

Yapı ruhsatlarındaki artış, 2025 yılında çimento talebinin güçlü seyretilmesini desteklemektedir. Türk çimento sektörü ve TÜİK verilerini incelediğimizde, yıllık yurt içi çimento satışları ile verilen yapı ruhsatı alanları arasında %83 düzeyinde güçlü bir korelasyon gözlemlemekteyiz.

2025'in ilk yarısında verilen yapı ruhsatlarının toplam alanı 89,6mn m² seviyesine ulaşarak 2018'den bu yana kaydedilen en yüksek ilk yarıyıl verisi olmuştur. 2017'den bu yana ikinci yarıyıl verilen ruhsat alanları, ilk yarıyıl ortalamasının yaklaşık %33,5 üzerinde gerçekleşmektedir. Bu eğilime paralel olarak, 2025 yılı toplam yapı ruhsatı alanının 209mn m² seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Artan ruhsat yüzölçümü, yurt içi çimento talebinde güçlü artış beklentimizi desteklemektedir.

Yapı Ruhsatı Yüzölçümü / Yurt İçi Çimento Satışı



Çeyreklik Yapı Ruhsatı Yüzölçümü / Yurt İçi Çimento Satışı



Kaynak: TÜİK, Türk Çimento, Global Menkul Değerler

Yeniden İnşa Süreci, Bölgesel Talep ve Çimsa'nın Bölgedeki Konumu

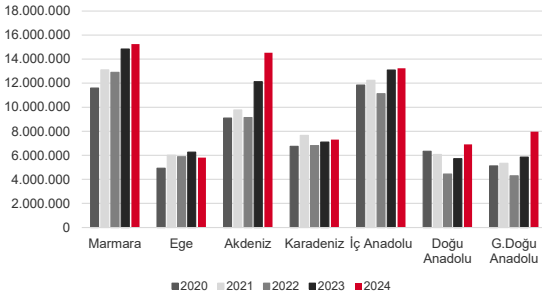
2023 depremi sonrasında hız kazanan yeniden inşa süreci, Türkiye çimento sektöründe kısa ve orta vadeli talep dinamiklerini belirleyen en önemli faktör olmaya devam etmektedir. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı verilerine göre 2024 yıl sonunda 201.688 bağımsız bölümü teslim edilirken 2025 Eylül ayında teslim edilen bağımsız bölüm sayısı 304.836'ya (%51,1 artış) ulaşmıştır. 2025 yılı sonuna kadar deprem bölgesinde 358.859 konut, 31.307 iş yeri ve 62.817 köy evi olmak üzere toplam 452.983 bağımsız bölümün teslim edilmesi hedeflenmektedir.

Buna paralel olarak, 6 milyonun üzerinde bağımsız bölümde yapılan hasar tespit çalışmaları sonucunda 850 bin yapının (680 bini konut, 170 bini ticari alan) ağır hasarlı olduğu belirlenmiştir. Bu veriler, yeniden inşa sürecinin tamamlanmasının ardından dahi altyapı ve kentsel dönüşüm kaynaklı ek talebin devam edeceğini göstermektedir.

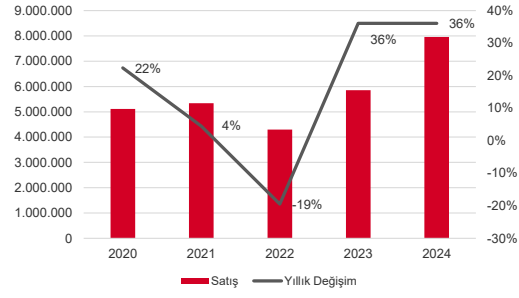
Bölgesel düzeyde değerlendirildiğinde, Güneydoğu Anadolu ve Akdeniz bölgeleri, 2023 yılında yaşanan depremin ardından çimento talebinde belirgin bir artış göstermiştir. Güneydoğu Anadolu'da 2022'de 4,3mn ton olan satış hacmi, yeniden inşa faaliyetlerinin etkisiyle 2023 ve 2024 yıllarında ortalama %36 artışla yaklaşık 8mn tona yükselmiştir. Benzer şekilde, Akdeniz Bölgesi'nde 2022'de 9,1mn ton olan tüketim, 2024 sonunda 14,5mn tona ulaşarak %59'un üzerinde bir büyüme kaydetmiştir. Bu eğilim, deprem sonrası konut ve altyapı yatırımlarının hız kazanmasıyla birlikte, sektördeki güçlü talep dinamiklerinin sürdüğünü ortaya koymaktadır.

Çimsa özelinde, şirketin Mersin fabrikasının Doğu Akdeniz'deki stratejik konumu, artan bölgesel talebi karşılamada önemli bir avantaj sağlamaktadır. Tesisin hem hammadde kaynaklarına yakınlığı hem de deprem bölgesine lojistik erişim kolaylığı, Çimsa'yı yeniden inşa sürecinde öncü üreticilerden biri haline getirmektedir. Bu durum, 2025-2026 döneminde hem iç satış hacimlerinde artış hem de operasyonel verimlilikte güçlenme potansiyeli sunmaktadır.

İç Satışların Bölgesel Dağılımı Ton



Güneydoğu Anadolu Satışları Ton

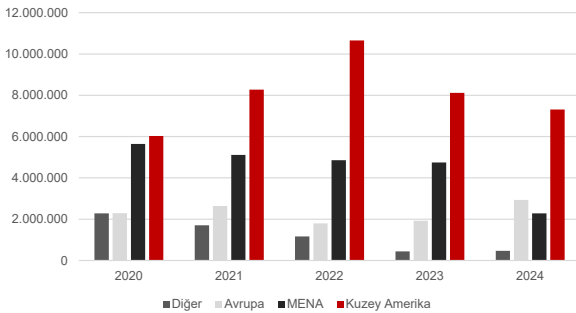


Kaynak: Türk Çimento, Global Menkul Değerler

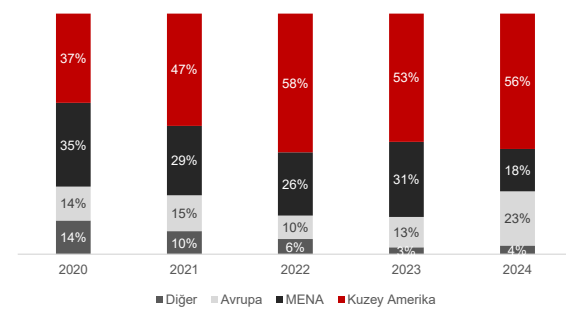
Kilit İhracat Pazarlarında Güçlenen Konum

Türkiye'nin çimento ihracatında Kuzey Amerika, MENA ve Avrupa öne çıkmaktadır. Bu üç bölge, son üç yılda toplam ihracatın ortalama %95,7'sini oluşturmuştur. Çimsa, 70'ten fazla ülkeye gerçekleştirdiği satışlar ve stratejik konumlanmış fabrikaları sayesinde bu pazarlara yakınlığıyla lojistik maliyet avantajı elde etmektedir. 2023 yılında ihracatta gözlenen %17,6'lık daralma ise, deprem sonrasında iç pazarda hızla artan talep nedeniyle ihracat yönlü satışların sınırlanmasından kaynaklanmıştır.

Türkiye İhracatının Bölgesel Dağılımı (Nominal)



Türkiye İhracatının Bölgesel Dağılımı (Yüzdese)



Kaynak: Türk Çimento, Global Menkul Değerler

Türkiye'nin en büyük çimento ihracat ülkesi olan **ABD**, 2025 yılının ilk 6 ayında Türkiye'den %5,7'lik çimento talebi artışı ile 4,06mn ton ithal etmiştir. Hızlı ve düşük maliyetle artan talebi karşılayabilen Çimsa'nın Houston çimento öğütme tesisi stratejik önem taşımaktadır.

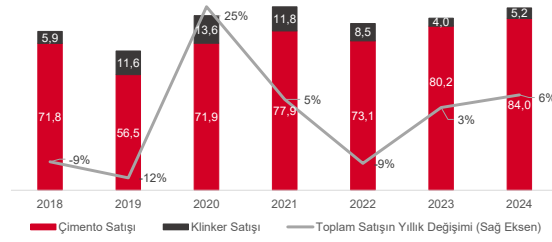
Suriye'de, yeniden yapılanma sürecine girilmesi ve merkezi otoritenin güçlenmesiyle 2025 yılının ilk 6 ayında çimento ve klinker satışları yıllık %37,34 artarak 691 bin tona yükselmiştir. Özellikle bölgenin en büyük beyaz çimento ve kalsiyum alüminat (CAC) üreticisi olan Çimsa'nın, bu pazarlardaki talep artışından olumlu etkilenecek satış potansiyelini güçlendirmesini bekliyoruz. Şirket, 2025'in ilk 9 ayında gri çimento satışlarını 3 katından fazla artırmıştır.

Rusya-Ukrayna savaşı sonrasında bölgede ağır hasar gören altyapı ve konut stokunun yeniden inşası, önümüzdeki dönemde önemli bir çimento talebi potansiyeli yaratmaktadır. 2023'te iç tüketim savaş öncesine göre %49 gerilese de, USAID açıklamalarına göre 451mlr EUR tutarında yeniden yapılanma yatırımı öngörülmekte ve yıllık çimento talebinin 15–16mn ton seviyelerine ulaşması beklenmektedir. Bu çerçevede, Çimsa'nın Ukrayna'nın yeniden inşa sürecinde beyaz çimento satışlarıyla önemli bir büyüme potansiyeli yakalaması ve bölgedeki artan talep doğrultusunda satış hacmini artırmasını bekliyoruz.

Savaş öncesinde Ukrcement üyeleri yerel çimento pazarının %95'lik payını elinde bulundururken, tek rakipleri 2019 yılında Moldova, Belarus (halihazırda yaptırım altında) ve Rusya menşeli ürünlere uygulanan anti-damping vergilerinin ardından Karadeniz üzerinden ihracat yapan Türk üreticileriydi. Türk çimentosu da sonrasında Ukrayna'ya girişte %33–51 oranında gümrük vergisine tabi tutulmuş olup, bu uygulamanın Eylül 2026'ya kadar sürmesi beklenmektedir.

Bu çerçevede, olumlu jeopolitik gelişmeler ile artan talep eğilimi, Çimsa'ya güçlü bir büyüme alanı sunmaktadır. Şirketin coğrafi çeşitliliği, geniş ürün portföyü ve lojistik avantajları dikkate alındığında, küresel ölçekte çimento ve yapı malzemesi talebindeki toparlanmadan en fazla fayda sağlayacak üreticilerden biri olmasını bekliyoruz.

Türkiye Çimento ve Klinker (mn Ton) Satışı



Kaynak: Türk Çimento, Global Menkul Değerler

ABD Tarifeleriyle Güçlenen Rekabet Avantajı

ABD'nin 5 Nisan 2025 itibarıyla yürürlüğe giren yeni ithalat tarifeleri, özellikle Vietnam (%20), Kanada (%25) ve Meksika (%25) gibi büyük tedarikçiler üzerinde maliyet baskısı yaratırken, Türkiye menşeli çimentoya uygulanan görece düşük %15'lik oran, Çimsa için önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Houston'daki üretim tesisiyle ABD pazarında yerleşik üretim ve satış altyapısına sahip tek Türk üretici olan Çimsa, Türkiye'den tedarik ettiği klinkeri ABD'de öğütürerek nihai ürüne dönüştürmekte ve bu sayede gümrük vergilerinden kaynaklanan maliyet baskısını azaltmaktadır.

ABD Tarifelerinin 2024 Verilerine Göre Tahmini Mali Yükü

Ülke	Hacim (mn ton)	Değer (USDmn)	Gümrük Vergisi (%)	Ek Maliyet (USDmn)
Türkiye	7,16	595,88	15%	89,38
Kanada	4,85	577,02	25%	144,26
Vietnam	4,17	336,7	20%	67,34
Meksika	1,32	190,43	25%	47,61
Yunanistan	1,82	139,81	20%	27,96
Cezayir	0,96	86,36	30%	25,91
Kolombiya	0,86	81,11	10%	8,11
BAE	0,9	80,29	10%	8,03
Mısır	0,71	75,64	10%	7,56
İspanya	0,59	47,56	20%	9,51

Kaynak: Global Cement, White House

ABD çimento sektörünün ithalata bağımlı yapısı (2024'te 20–25mn ton ithalat) ve tarifeler sonrası beklenen arz daralması, yerel üreticiler için fiyatlama gücünü artıracaktır. Bu bağlamda, Çimsa hem Türkiye'den gerçekleştirdiği ihracat hem de Houston'daki yerel üretim kapasitesiyle ABD pazarındaki talep artışından iki yönlü fayda sağlama potansiyeline sahiptir. Şirket, artan fiyat seviyeleri ve bölgesel talep dinamiklerinden yararlanarak hem ihracat gelirlerini hem de yerel satış hacmini büyütebilecek konumdadır.

Ayrıca, ABD'de kapasite artışı ve talebe yakın üretimi, Çimsa'nın döviz bazlı kârlılığını güçlendirerek uzun vadede dolar gelirlerinde istikrarlı bir büyüme sağlamaktadır. Sonuç olarak, ABD'nin yeni ithalat tarifeleri, Çimsa için pazar payını genişletme, fiyatlama gücünü artırma ve yerel üretimden ek kârlılık elde etme açısından önemli bir stratejik fırsat sunmaktadır.

Mannok ve Buñol Satın Almaları: Uluslararası Ayak İzi ve Karlılığa Artan Katkısı

Çimsa'nın 2021'de **İspanya'daki Buñol beyaz çimento fabrikasını** ve 2024'te **İrlanda merkezli Mannok Holdings'i** satın alması, şirketin bölgesel üretici kimliğinden çıkarak uluslararası entegre yapı malzemeleri oyuncusuna dönüşümünde stratejik bir adım olmuştur.

Buñol tesisi, Avrupa'nın en büyük beyaz çimento üretim merkezlerinden biri olup, Çimsa'ya Avrupa Birliği içinde üretim tabanı sağlamış ve özellikle ABD, Kuzey Afrika ve Güney Avrupa pazarlarına ihracat kapasitesini genişletmiştir. Beyaz çimentoda küresel üretim kapasitesinin sınırlı olması, Buñol'un konumunu stratejik hale getirirken, şirketin Avrupa pazarındaki gücünü de artırmıştır. Bu tesis ile Çimsa, Avrupa'da karbon vergisi ve lojistik maliyetlerini minimize eden yerel üretim avantajına sahiptir.

2024'te tamamlanan Mannok Holdings satın alımı ise, Çimsa'nın iş modelinde önemli bir kırılma yaratmıştır. İrlanda merkezli Mannok, çimento, prekast beton, yalıtım ve sürdürülebilir paketleme segmentlerinde faaliyet göstermekte olup, yıllık 1,2mn ton klinker üretim kapasitesine sahiptir. Mannok'un özellikle İrlanda ve İngiltere pazarlarındaki güçlü konumu, Çimsa'ya Avrupa yapı malzemeleri zincirinde doğrudan bir varlık kazandırmıştır. Bu satın almaya birlikte şirket, gri ve beyaz çimento üretiminin ötesine geçerek, katma değeri yüksek inşaat çözümleri alanında da büyüme potansiyeli elde etmiştir.

Mannok'un yapı malzemeleri ve yüksek gri çimento üretim kapasitesi ile Buñol'un yüksek marjlı beyaz çimento üretim gücü bir araya geldiğinde, Çimsa'nın hem ürün çeşitliliğini hem de kârlılık potansiyelini güçlendiren, Avrupa pazarında rekabet üstünlüğü sağlayan dengeli bir üretim yapısı ortaya çıkmaktadır.

Houston Tesisi ve ABD Pazarı: Coğrafi Çeşitlilik ve Yüksek Marjlı Büyüme

Çimsa, Houston Limanı'nda 2019 yılında devreye aldığı 300 bin ton kapasiteli beyaz çimento öğütme tesisiyle Amerika pazarında yüksek katma değerli ürün segmentinde faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu yatırımın ardından şirket, 2023 yılında temellerini attığı 600 bin ton kapasiteli Houston gri çimento öğütme tesisini Ekim 2025'te devreye alarak küresel büyüme stratejisinde yeni bir aşamaya geçmiştir. Tesis Kuzey Amerika'daki operasyonel ağını güçlendirirken, bölgesel talebe doğrudan erişim sağlamaktadır.

ABD'de son yıllarda hız kazanan altyapı yatırımları, kamu destekli inşaat projeleri ve konut arzı açığı, çimento talebini güçlü tutmaktadır. Özellikle "Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA)" kapsamında açıklanan 1,2 trilyon USD'lik altyapı programı, önümüzdeki yıllarda inşaat malzemeleri talebini yapısal olarak desteklemektedir.

Houston tesisi, liman ve demiryoluna yakın stratejik konumuyla lojistik verimliliği sağlayarak ürünlerin pazara hızlı ulaşmasını mümkün kılmaktadır. Türkiye'de üretilen klinkerin burada öğütülüp müşteri taleplerine göre dökme veya torbalı olarak sunulması, Çimsa'ya hem maliyet hem operasyonel esneklik avantajı kazandırmaktadır. Bu yapı, navlun ve enerji giderlerini azaltırken Çimsa'yı Kuzey Amerika pazarında rekabetçi ve kalıcı bir üretici konumuna taşımaktadır.

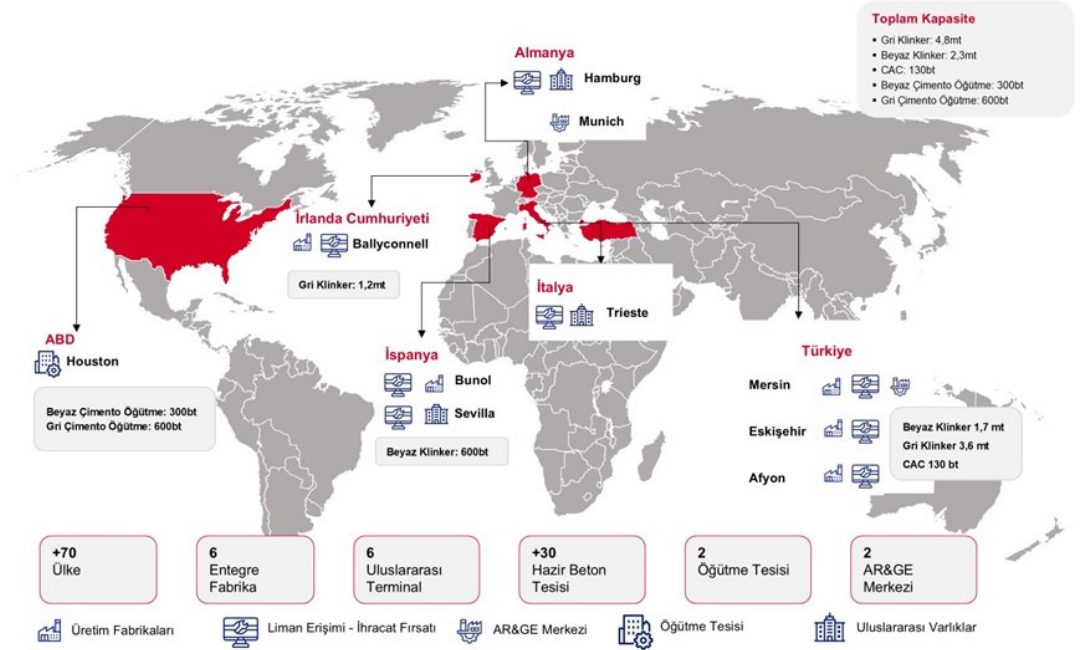
ABD çimento pazarında ithal ürün payı 2022 yılında 26,6 mn ton ile %18,2'lik önemli bir paya sahiptir, Houston tesisi ile Çimsa'nın Amerika'ya yarı mamul olan klinker ulaştırmasıyla gümrük tarifelerinde rakiplerine göre avantajlı bir konuma geçmektedir. Tesis, Çimsa'ya sadece hacim artışı değil, döviz bazlı kârlılıkta da önemli katkı sağlamaktadır. Bu yatırımla birlikte şirket, Türkiye ve Avrupa'nın yanı sıra Kuzey Amerika'da da üretim gücünü pekiştirerek üç kıtaya yayılan entegre yapısıyla global fiyat dalgalanmalarına karşı dayanıklılığını ve uzun vadeli büyüme potansiyelini artırmaktadır.

Kalsiyum Alüminat (CAC) Kapasite Artırımı

1975 yılında üretime başlayan Mersin Fabrikası, Çimsa'nın entegre üretim yapısının merkezinde yer almakta olup günümüzde gri çimento, beyaz çimento ve yüksek katma değerli CAC üretimi gerçekleştirmektedir. CAC, yüksek ısı ve kimyasal dayanımı sayesinde özel altyapı ve endüstriyel projelerde tercih edilen, yüksek katma değerli bir üründür. Çimsa'nın küresel büyüme stratejisinde kritik rol oynayan bu segment, hem kârlılığı artırmakta hem de ürün portföyünü çeşitlendirerek rekabet avantajı sağlamaktadır.

Çimsa, 2023 yılında 60 bin ton olan kalsiyum alüminat (CAC) klinker üretim kapasitesini yıl sonunda tamamlanan yatırımla 131 bin tona çıkarmıştır. 2026'da devreye alınacak ikinci kapasite artışıyla birlikte CAC üretim kapasitesinin 197 bin ton klinker seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Küresel ölçekte sınırlı arz yapısına sahip ve yüksek kârlılığıyla öne çıkan kalsiyum alüminat çimentosu (CAC), Çimsa'nın ürün portföyünde yüksek katma değer sunan ve şirketi rakiplerinden ayıştıran stratejik bir ürün konumundadır. Çimsa, bu segmentte dünyadaki ilk üç üretici arasında yer alarak küresel pazarda güçlü ve sürdürülebilir bir rekabet avantajı elde etmiştir.

Çimsa'nın Küresel Ayak İzi



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Kratos Varlık Devri ile Entegre Ürün Yapısının Güçlenmesi

Çimsa'nın bağlı ortaklığı Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş., Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.'nin inşaat güçlendirme (Kratos) faaliyet kolunu KDV hariç 10mn USD bedelle devralmıştır. Makine, patent, ticari marka, fikri mülkiyet hakları, stok, yedek parça ve müşteri listelerini kapsayan varlık devri 3 Kasım 2025 itibarıyla tamamlanmıştır. Bu stratejik adımla Çimsa, İrlanda'daki Mannok yatırımıyla uluslararası alanda genişleyen yapı malzemeleri portföyünü Türkiye'de Kratos markasıyla güçlendirmiştir. Böylece şirket, yenilikçi ve sürdürülebilir inşaat çözümleri alanında faaliyet kapsamını genişleterek, yüksek teknoloji ve sürdürülebilirlik odaklı yapı malzemeleri segmentinde rekabet gücünü daha da pekiştirmiştir.

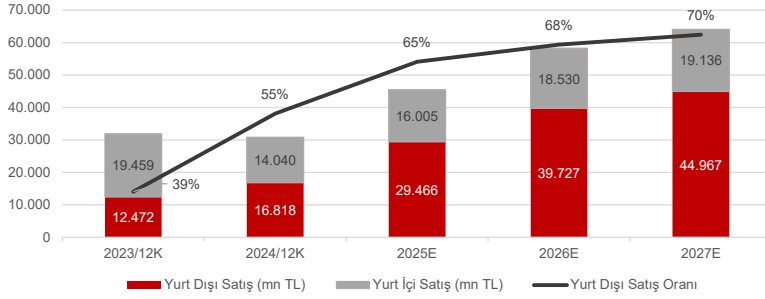
Uluslararası Yatırımlarla Artan Yurt Dışı Geliri Çeşitli Risklere Karşı Koruma Sağlıyor

Bu yatırımlar sayesinde Çimsa'nın uluslararası satış ağı genişlemekte ve müşteri tabanı çeşitlenmektedir. Gelir yapısı da giderek yurt dışı ağırlıklı bir hale gelmektedir. 2022'de satışlarının %45'i yurt dışından elde edilirken, 2023'te yurt içi çimento talebindeki artış ve kur artışının üzerindeki enflasyonun nedeniyle bu oran %39'a gerilemiştir. Ancak 2024'te Mannok'un konsolidasyonu ile birlikte yurt dışı gelir payı yeniden yükselerek %55'e ulaşmıştır. Bu artışın devam etmesini bekliyor, 2025'te %65 ve 2026'da %68 seviyelerine çıkacağını öngörüyoruz. Şirketin farklı bölgelerde faaliyet göstermesi, kârlılığı yüksek pazarlara satışlarını artırma fırsatı sunmakta ve yurt dışı gelirlerdeki büyümeyi desteklemektedir.

Şirket, yurt dışı satışlarını artırmasıyla döviz bazlı gelir kaynağını artıracaktır. Halihazırda Mannok'un dahil edilmesiyle şirketin döviz bazlı gelir oranı da %70 seviyesine yükselmiştir. Artan döviz geliri, Çimsa'ya kur riskine karşı doğal bir koruma sağlamaktadır.

Sonuç olarak uluslararası yatırımlar sayesinde döviz dalgalanmalarına karşı bir denge unsuru oluşturulurken, aynı zamanda Türkiye'deki makroekonomik ve talep kaynaklı dalgalanmalara karşı da şirkete farklı bölgelerde satış imkanı sunmaktadır.

Yurt İçi ve Yurt Dışı Satışları (milyon TL)



Kaynak: Finnet, Global Menkul Değerler

Ürün Çeşitliliği ve Katma Değer Odaklı Büyüme Stratejisi

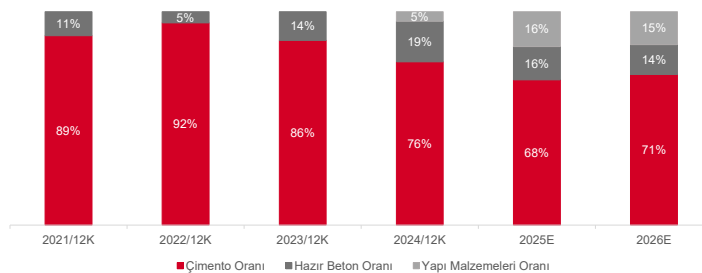
Türkiye çimento sektörü, 82 entegre ve öğütme tesisiyle Avrupa'nın en yüksek üretim kapasitesine sahiptir. Bu yüksek üretim kapasitesi iç pazarda fiyat rekabetini artırmaktadır. Sektörün ağırlıklı olarak gri çimento üretimine odaklandığı bir pazarda Çimsa gri çimento haricinde; beyaz çimento, CAC ve yapı malzemeleriyle ürün çeşitliliğine sahiptir. Yüksek katma değerli ürün portföyü sayesinde sektörden pozitif ayrılan şirket, yurtiçi pazardaki kârlılığını güçlü ihracat gelirleri ve küresel operasyon ağıyla desteklemektedir.

Şirketin ana gelir kaynağı olan **gri çimento** satışlarına ek olarak, yüksek kalite standardına sahip **beyaz çimento**, Çimsa'nın sürdürülebilir gelir yapısının temel unsurlarından biridir. Ürün portföyünde yer alan yüksek katma değerli **kalsiyum alüminat çimentosu (CAC)** ise şirketin brüt marjlarını destekleyen tamamlayıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Çimento satış gelirleri 2024'te 21,5milyar TL olarak gerçekleşti. Bu gelirlerin 2025'te 30,9milyar TL ve 2026'da 41,1milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Şirketin güçlü olduğu bir diğer alan **hazır betondur**. Türkiye genelinde çeşitli bölgelerde bulunan 34 adet hazır beton tesisleriyle talebe hızlı yanıt kabiliyetiyle öne çıkmaktadır. **Hazır beton** satış gelirleri 2024'te 5,34milyar TL seviyesinde satış gelirinin %19'u olarak gerçekleşti. 2025'te bu gelirin 7,08milyar TL 2026'da 8,15milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bunlar satış gelirlerinin sırasıyla %16 ve %14'üdür.

Çimsa, Mannok Fabrikasının satın alınmasıyla **yapı malzemeleri** segmentini ürün portföyüne eklemiştir. Bu stratejik çeşitlendirme, düşük enerji yoğunluğuna sahip ve daha yüksek katma değer yaratan bir gelir kaynağı oluşturarak, şirketin yeşil dönüşüm hedefleriyle uyumlu, sürdürülebilir büyüme yol haritasını desteklemektedir. Yapı malzemeleri segmentinin, Çimsa'nın konsolide marj yapısını güçlendirmesini bekliyoruz. 2024'ün son çeyreğinde portföye dâhil edilen bu segment 1,3milyar TL ile 2024 yılı gelirlerinin %5'ini oluşturmuştur. Bu gelirlerdeki rolünün artması beklentisiyle 2025 yılında 7,48milyar TL ve 2026'da 9milyar TL satış geliri elde etmesini hesaplıyoruz. Bunlar sırasıyla toplam gelirlerin %17 ve %15'ini oluşturmaktadır.

Çimsa Satış Geliri Ürün Dağılımı



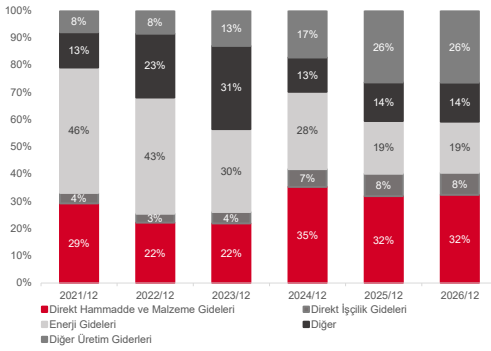
Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Operasyonel Verimlilik ve Enerji Dönüşümü ile Güçlü Kârlılık

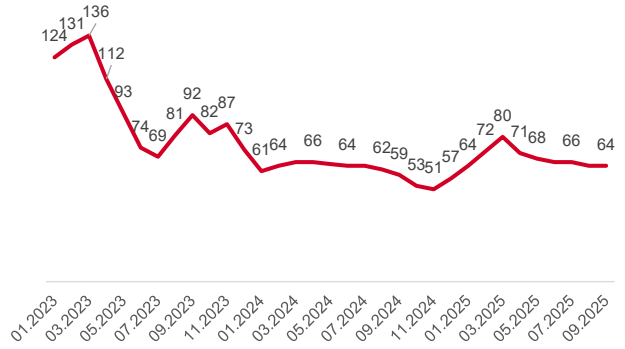
2024'te enerji maliyetlerindeki düşüş Çimsa'nın brüt kârlılığını desteklemiş, ancak hammadde ve üretim giderlerindeki artış bu etkiyi sınırlamıştır. Petrokok fiyatlarındaki gerileme ve 2025'te devreye alınan Eskişehir GES ile 2026'da devreye alınmasını beklediğimiz AIGK (Atık Isı Geri Kazanım) projesi ile enerji maliyetlerinin satış giderleri içindeki payının 2024'te %28'den 2025'te %15,6'ya düşmesini bekliyoruz. Buna karşın, 2024'te satış gelirlerinin %14'ü olan diğer üretim giderlerinde artış bekleyerek 2025'te %21,2 seviyelerine yükselmesini bekliyoruz. Brüt kâr marjını kısa vadede 2024'te gerçekleşen %21,5'ten 2025'te %19,7'ye gerilemesini; ancak yatırımların etkisiyle 2026-2032 döneminde brüt kâr marjının ortalama %22,6 seviyesinde dengelenmesini öngörüyoruz.

Operasyonel giderler tarafında, Mannok satın alımına bağlı artan personel ve danışmanlık giderleri 2024'te satışların %10,4'üne yükselmiş, ancak 2025 itibarıyla bu oranın %9,3 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Orta vadede enflasyonist baskıların azalmasıyla personel giderlerinin normalleşmesi ve verimlilik artışının etkisiyle operasyonel gider oranının 2025–2032 döneminde ortalama %8,96 seviyesinde seyretmesini bekliyoruz. Bu kapsamda, FAVÖK'ün 2025 yılında 8,17milyar TL, 2032'de ise 19,82milyar TL seviyesine ulaşarak yıllık bileşik büyüme oranının (CAGR) %11,7 olacağı tahmin ediyoruz.

Satış Giderlerinin Dağılımı



Petrokok Fiyat Gelişimi (USD)



Kaynak: Global Menkul Değerler, Şirket

Net sıfır Hedefi Doğrultusunda Düşük Karbonlu Üretimle Artan Rekabetçilik

Küresel çimento sektörü, toplam endüstriyel CO₂ emisyonlarının yaklaşık %7'sini oluşturmaktadır. Avrupa Birliği'nin "Fit for 55" stratejisi kapsamında 2030'a kadar emisyonların en az %55 azaltılması ve 2050 itibarıyla **karbon nötr** üretime geçilmesi hedeflenirken, Türkiye de Paris İklim Anlaşması doğrultusunda 2053 Net Sıfır Emisyon taahhüdü vermiştir.

Çimsa, bu dönüşüm sürecini IFC'den sağlanan 70mn USD ve EBRD'den temin edilen 25mn ve 50 mn EUR tutarındaki iki ayrı yeşil finansman kredisiyle desteklemekte; bu kaynakları sürdürülebilir enerji yatırımlarına yönlendirerek düşük karbonlu büyüme stratejisini güçlendirmektedir. 2025'te devreye alınan 10,8MWe kapasiteli Eskişehir GES ve 2026'da devreye girmesini beklediğimiz 5,5MWe AIGK projeleriyle şirket, Eskişehir Fabrikası'nın elektrik ihtiyacının yaklaşık %40'ını ürettiği yenilenebilir kaynaklardan karşılayacaktır. Buna ek olarak, Afyon ve Buñol tesislerinde sırasıyla 3,3MW ve 7,2MW kapasiteli GES santralleri bulunmaktadır.

Bu yatırımlar sayesinde Çimsa, 2033'e kadar çimento ürünü başına brüt Kapsam 1 ve Kapsam 2 sera gazı emisyonlarını ton başına %42,1 oranında ve enerji maliyetlerinde düşüş sağlamayı hedeflemektedir. Ayrıca, gri çimentoda klinker oranının 2030'a kadar %75'e düşürülmesi ve alternatif yakıt kullanım oranının %40'a çıkarılması hedefi, 2026'da yürürlüğe girecek AB Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) kapsamında önemli bir maliyet avantajı sağlayacaktır.

Bu stratejik uyum, Çimsa'yı çevresel dönüşüm kadar finansal sürdürülebilirlik açısından da güçlü bir konuma taşımaktadır.

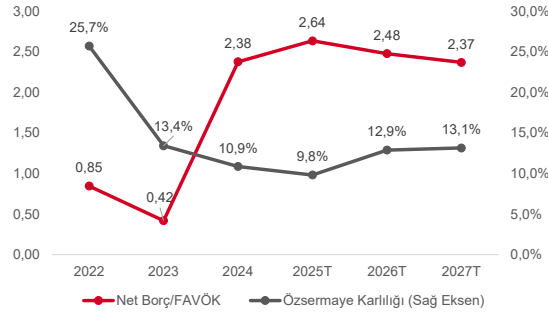
Borçların Yeniden Yapılanması, Sağlam Bilanço ve Sürdürülebilir Nakit Akışı

Çimsa, son dönemde finansal yapısını güçlendirmeye ve borç vadelerini uzatarak nakit akışını dengelemeye odaklanmıştır. 2024'te Mannok Holdings DAC'nin %94,7'sini satın alan şirket, bu işlemde kullanılan kısa vadeli kredileri 12 Şubat 2025'te yapılan yeni bir anlaşmayla yeniden finanse etmiştir. Üç bankanın katılımıyla sağlanan 225mn EUR tutarındaki kredi, 2 yıl geri ödemesiz ve toplam 5 yıl vadeli olup, finansal yapının daha sürdürülebilir hale gelmesini sağlamıştır.

Şirketin, 9A25'te Net Borç/FAVÖK 2,65x olan oranın 2025 yıl sonunda 2,64x seviyesine inmesini bekliyoruz. Kalsiyum alüminat (CAC) kapasite artırımının da tamamlanmasıyla 2026'da 2,48x seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Şirketin finansal yeniden yapılanması ve uzun vadeli kaynak yapısı, kârlılık göstergelerinde de iyileşme potansiyeli yaratmaktadır. Özsermaye kârlılığının (ROE) 2024'te %10,9 seviyesinden 2026'da %12,9'a, aktif kârlılığının (ROA) ise 2024'te %4'ten 2026'da %5,2'ye yükselmesini bekliyoruz. 2025–2032 döneminde satış gelirlerinde %8,5, FAVÖK'te ise %11,7 bileşik yıllık büyüme (CAGR) öngörmekteyiz.

Çimsa, Mannok ve Houston yatırımlarının katkısıyla gelir çeşitliliğini artırırken, döviz bazlı gelir yapısı sayesinde borçluluk oranlarını yönetilebilir seviyede tutmaktadır. Bu yapı, şirketin uzun vadeli finansal dayanıklılığını güçlendirmekte ve borç geri ödeme kapasitesini desteklemektedir.

Net Borç/FAVÖK ve Özsermaye Karlılığı Grafiği



Kaynak: Global Menkul Değerler

Exsa Birleşmesi Sonrası Sabancı Holding'de Doğrudan Ortaklık Yapısı

Çimsa, 2024 yılında Exsa'daki %32,88 payı karşılığında 27,7mn TL nominal değerli Sabancı Holding hissesi olarak Sabancı Holding sermayesinin %1,32'sine doğrudan ortak olmuştur. Bu değişim, Sabancı Holding'in 2023 yılında Exsa'yı tamamen devralma ve bünyesine katma kararı alması sonucunda gerçekleşmiş, birleşme 15 Ocak 2024'te tescil edilmiştir. Böylece Çimsa'nın Exsa'daki dolaylı ortaklığı sona ermiş, yerine Sabancı Holding hissesi doğrudan portföyüne geçmiştir. İşlem, finansal tablolarda "Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler" altında yer alması net karda dalgalanmalara yol açmaktadır. Uzun vadede likiditesi yüksek, stratejik bir yatırım olarak değerlendirilmektedir.

Temettü Ödemeleriyle Tercih Edilebilir Olmaktadır

Güçlü nakit akışı ve temettü ödeme potansiyeli, Çimsa'yı beğenmemizin temel nedenlerinden biridir. Şirket, son beş yılda ortalama %17,3 FAVÖK marjı ve %15,4 net kâr marjı ile sürdürülebilir bir kârlılık profili sergileyerek sağlam bir nakit yaratma kapasitesi ortaya koymuştur. Rekabetin yoğun olduğu çimento sektöründe bu güçlü nakit akışı, Çimsa'nın temettü ödeme kabiliyetini desteklemektedir.

Şirket, 2014–2017 döneminde dağıtılabilir kârının ortalama %70'ini nakit temettü olarak dağıtırken, pandemi sonrasında 2021 itibarıyla bu oran %24,6 seviyesine gerilemiştir.

2025-2030 dönemine ilişkin beklentilerimiz, dağıtılabilir karın 2025'te %20 seviyesinden 2032 yılına kadar olan dönemde %35 seviyesine kademeli olarak nakit temettü olarak dağıtılacağı yönündedir. Bu da 2025 yılında %1,7 2026 yılında %3,5'lik bir temettü verimliliğine işaret etmektedir. Bu nedenle temettü geliri arayan yatırımcılar için Çimsa'nın cazip bir seçenek olduğuna inanıyoruz.

Riskler

Çimsa'nın yatırım hikayesi güçlü temellere dayansa da, kısa ve orta vadede kârlılığı etkileyebilecek çeşitli risk unsurları bulunmaktadır.

- Enerji fiyatlarındaki olası artışlar, özellikle petrokok ve elektrik maliyetlerinde beklenmedik yükselişler, operasyonel marjlar üzerinde baskı yaratabilir.
- Hammadde ve navlun maliyetlerindeki artış da özellikle ihracat tarafında rekabet gücünü sınırlandırabilir. Avrupa talebindeki zayıflama ve CBAM uygulamasına geçişte yaşanabilecek gecikmeler, kısa vadede satış hacmini etkileyebilir.
- Faiz oranlarının yüksek seyrini koruması, finansman maliyetlerini sınırlı da olsa artırabilir.
- Ayrıca, karbon kredisi fiyatlamalarındaki oynaklık ve uluslararası lojistik maliyetlerindeki artış, uzun vadeli sürdürülebilirlik projelerinin geri dönüş sürelerini uzatabilir.
- Buna karşın, şirketin döviz bazlı gelir ağırlığı, enerji verimliliği yatırımları ve düşük kaldıraçlı bilanço yapısı bu risklerin önemli bölümünü dengeleyici unsur olarak öne çıkarmaktadır.

Değerleme

Çimsa için belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyat 72,80TL/hisse olup, bu seviye mevcut fiyatlara göre yaklaşık %71 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatımız, %60 ağırlıklı DCF ve %40 çarpan analizi ile hesaplanmıştır.

2026T için sırasıyla 5,5x FD/FAVÖK ve 7,2x F/K çarpanı hesaplıyoruz; bu da sırasıyla 8,2x ve 13,5x seviyelerinde işlem gören emsalleri ile %33 ve %46 iskontolu bir değerlendirme anlamına gelmektedir.

Çimsa'nın güçlü nakit yaratma kapasitesi, yüksek katma değerli ürün portföyü ve verimli iş modeliyle desteklenen sürdürülebilir kârlılığını önümüzdeki dönemde de korumasını bekliyoruz. Bu çerçevede, 2025–2032 döneminde şirketin sektör ortalamasının üzerinde kârlılık ve büyüme performansı sergileyerek çimento sektöründeki güçlü konumunu pekiştireceğini öngörüyoruz.

11.11.2025			
Değerleme Özeti	Değer	Değerleme Ağırlığı	Değer
DCF (İndirgenmiş Nakit Akımı) (mn USD)	1.440	60%	864
Benzer Şirket Çarpanları (mn USD)	1.435	40%	574
Hedef Değer (mn USD)			1.438
Mevcut Piyasa Değeri (mn USD)			956
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı (TL)			72,80
Mevcut Hisse Fiyatı (TL)			42,60
<i>Yükseliş Potansiyeli % (TL)</i>			<i>71%</i>

Kaynak: Global Menkul Değerler

- Değerlememizde, USD bazında %7 risksiz faiz oranı, %5 hisse risk primi ve 1,0x Beta varsayımlarını kullanarak 2025-2032 döneminde ortalama %8,65 AOSM (WACC) hesapladık.
- Terminal değer varsayımı olarak ise %1 terminal büyüme oranı uyguladık. Değerleme dönemimiz 2025–2032 yıllarını kapsamaktadır.
- Mannok ve Houston yatırımlarının etkisiyle, yurt dışı satışlarının gelirinin tüm satış gelirlerine oranı 2023 yılında %39 seviyesinde gerçekleşirken 2025 yılında %65'e yükselmesini, 2032 sonunda ise kademeli bir artışla %74 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.
- 2025 yılında devreye giren Eskişehir Güneş Enerji Santrali ile 2026'da devreye girmesini beklediğimiz Atık Isı Geri Kazanım Sistemiyle fabrikanın %40'ı karşılanarak enerji giderlerinde bir azalmaya yol açmasını bekliyoruz.
- Yurt içinde 2018'den beri en yüksek yarı yıl yapı ruhsatı izni verilmesiyle çimentoya olan talebin 2025 ve 2026 yıllarında yüksek olmaya devam etmesini öngörüyoruz.
- Yurt dışında ise Houston, Mannok ve CAC kapasite artırımı yatırımlarının etkisiyle karlılıkta bir artış bekliyoruz.
- FAVÖK marjının azalan enerji giderlerinin etkisi ve normalleşmesini beklediğimiz ham madde giderlerinin etkisiyle 2025-2032 yılları arasında ortalama %20,8 seviyesinde olmasını öngörüyoruz.

INA DEĞERLEMESİ

USD mn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	1.033	1.266	1.282	1.352	1.376	1.405	1.431	1.463
Satışların Maliyeti	830	1.003	1.005	1.048	1.063	1.081	1.098	1.114
Brüt Kâr	203	264	277	305	314	324	333	349
Brüt Kâr Marjı	19,7%	20,8%	21,6%	22,5%	22,8%	23,1%	23,2%	23,8%
Operasyonel Giderler	96	116	115	121	123	124	126	128
Operasyonel Karlılık (EBIT)	108	148	162	183	191	200	207	221
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Maliyeti	-27	-37	-40	-46	-48	-50	-52	-55
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	81	111	121	138	143	150	155	166
Brüt Nakit Akışı	159	207	219	240	247	256	263	276
FAVÖK	186	244	259	285	295	306	315	331
FAVÖK Marjı	18,0%	19,3%	20,2%	21,1%	21,4%	21,8%	22,0%	22,6%
Amortisman (Depreciation)	78	96	97	102	104	106	108	110
İşletme Sermayesi İhtiyacı	103	30	29	9	24	2	27	17
Yatırım Harcamaları	-124	-127	-103	-95	-83	-70	-72	-73
Yatırım Harcamaları/Satışlar	-12,0%	-10,0%	-8,0%	-7,0%	-6,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Serbest Nakit Akışı	-68	50	88	136	140	183	164	186
Özsermaye Ağırlığı	44%	44%	46%	45%	48%	50%	54%	56%
Özsermaye Maliyeti	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Beta	1,00	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Risksiz Getiri Oranı	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Özsermaye Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Borç Maliyeti	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	6,0%	5,6%	5,6%	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Ağırlığı	56,1%	55,6%	53,6%	54,8%	52,1%	49,9%	45,6%	44,3%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	8,6%	8,45%	8,58%	8,51%	8,48%	8,63%	8,92%	9,01%

12.11.2025

Nihai Büyüme Oranı	1,0%
Nakit Akışının Bugünkü Değeri (mn USD)	637
Nihai Değer (mn USD)	2.340
Nihai Değerin Bugünkü Değeri (mn USD)	1.309
Net Borç (2025 3Ç) (mn USD)	506
Net Değer USD	1.440

Kaynak: Global Menkul Değerler Tahminleri



Benzer Şirket Karşılaştırması

Hedef fiyatımıza göre Çimsa, 2026T 5,5x FD/FAVÖK ve 7,2x F/K çarpanlarından işlem görmekte; global benzerlerine kıyasla sırasıyla %33 ve %46 iskonto taşımaktadır.

Değerlememizde benzer şirketlerin çarpanlarını göz önünde bulundurduk. Çarpan değerini hesaplariken F/K ve FD/FAVÖK 2025 ve 2026 yılları oranlarının her birini eşit ağırlıklı (%25) olarak kullandık.

Şirket İsmi	Ülke	P. Değeri (USD mn)	F/K		FD/FAVÖK		FD/SATIŞ	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026
Küçük Ölçekli								
Semen Indonesia Persero Tbk PT	Endonezya	1.164	38,8	24,5	5,8	5,5	0,8	0,8
West China Cement Ltd	Çin	2.206	11,6	9,7	7,2	6,2	2,7	2,3
Southern Province Cement Co	Suudi Arabistan	904	33,8	17,5	12,5	11,7	4,6	4,3
JK Lakshmi Cement Ltd	Hindistan	1.183	40,03	21,5	14,8	10,3	2,0	1,7
Star Cement Ltd	Hindistan	1.123	57,98	28,8	49,37	12,1	3,3	2,8
Lafarge Africa PLC	Nijerya	1.468	7,4	6,5	4,4	3,7	1,8	1,5
Ortalama (1)			22,9	13,7	8,9	8,2	2,5	2,2
Büyük Ölçekli								
Heidelberg Materials AG	Almanya	40.755	16,0	14,0	9,2	8,6	2,0	1,9
CRH PLC	ABD	76.900	20,4	18,4	12,1	11,3	2,5	2,4
Holcim AG	İsviçre	49.359	20,9	19,5	11,7	11,4	2,9	2,8
Cie de Saint-Gobain SA	Fransa	45.896	12,3	11,5	7,2	6,9	1,1	1,1
Eagle Materials Inc	ABD	6.591	14,4	15,1	9,5	9,9	3,5	3,4
Vicat SACA	Fransa	3.342	10,2	9,2	5,8	5,5	1,2	1,1
Vulcan Materials Co	ABD	37.829	33,97	29,32	47,39	46,93	5,3	5,1
Martin Marietta Materials Inc	ABD	36.687	32,86	28,26	48,30	46,74	6,3	5,9
Sika AG	İsviçre	30.214	20,7	19,0	13,8	13,0	2,7	2,6
Cemex SAB de CV	Meksika	14.846	11,8	13,3	6,7	6,2	1,3	1,2
Cementos Argos SA	Kolombiya	3.546	7,3	3,0	5,0	4,5	1,1	1,0
Dangote Cement PLC	Nijerya	7.748	10,7	8,9	6,3	5,1	2,8	2,3
Ortalama (2)			14,5	13,2	8,7	8,2	2,7	2,6
Ortalama (1-2)			18,7	13,5	8,8	8,2	2,6	2,4
Çimsa Çarpanları			11,7	7,2	7,5	5,5	1,4	1,1
Prim/İskonto			-37%	-46%	-15%	-33%	-48%	-56%
Çimsa Değerleri			1.455	1.627	1.179	1.478	2.241	2.512
Ağırlık			25%	25%	25%	25%		
Çarpan Değeri			364	407	295	370		
Çimsa Çarpan Değeri			1.435					

Kaynak: Bloomberg, Global Menkul Değerler

Kod	Şirket Adı	Piyasa Değeri (mlr TL)	Klinker Üretim Kapasitesi (mn Ton)	PD/Klinker	F/K	FD/FAVÖK
OYAKC	Oyak Çimento	104,5	12,6	8,3	11,4	8,2
CIMSA	Çimsa	40,4	7,4	5,4	23,2	10,8
CMEN	Çimentaş	29,3	4,4	6,6	27,1	13,7
NUHCM	Nuh Çimento	33,9	4,6	7,4	21,2	10,3
BTCIM	Batı Çimento	23,2	2,4	9,6	a.d	a.d
AKCNS	Akçansa	24,1	7,0	3,4	25,9	11,8
KONYA	Konya Çimento	25,0	1,7	14,4	a.d	a.d
LMKDC	Limak Doğu Anadolu	14,9	2,3	6,5	7,0	5,0

*BTCIM BSOKE'nin 1mn ton klinker kapasiteli fabrikasını gayrimenkul yapılarına kadar olan süreç için kiraladı, BSOKE'nin fabrikası kalmadı.

Kaynak: Finnet, Global Menkul Değerler



Piyasa Beklentileri ile Karşılaştırma

Çimsa'nın 2025–2026 görünümüne ilişkin tahminlerimiz, Bloomberg konsensüsüne kıyasla satış gelirlerinde %4–11 aralığında daha fazla, FAVÖK'te her iki yıl da yaklaşık %3 oranında aşağı yönlü, net kârda ise sırasıyla -%19 ve %27 seviyelerinde farklılık göstermektedir. 72,80TL hedef fiyat tahminimiz, Bloomberg beklentilerinin %4 üzerindedir.

CIMSA (TLmn)	Bloomberg		Global Menkul		Fark	
	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	43.907	52.636	45.470	58.257	4%	11%
FAVÖK	8.431	11.536	8.172	11.214	-3%	-3%
Net Kar	4.247	4.366	3.429	5.564	-19%	27%
FAVÖK Marjı	19,2%	21,9%	18,0%	19,3%	-1,2pp	-2,7pp
Net Kar Marjı	9,7%	8,3%	7,5%	9,6%	-2,1pp	1,3pp
Hedef Fiyat	70,1		72,80		4%	

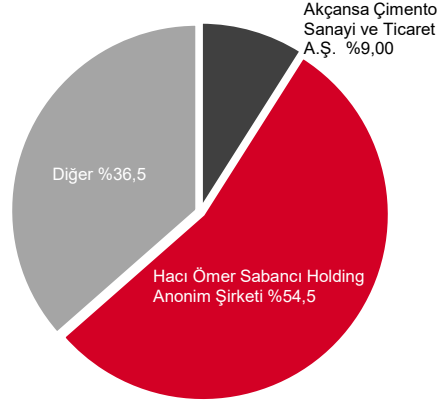
Kaynak. Bloomberg, Global Menkul Değerler

Çimsa Çimento Sanayi

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Çimsa), Mersin’ de 16 Aralık 1972’de Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. tarafından kurulmuştur. Şirket, yıllar içinde yaptığı yatırımlar ve kapasite artışlarıyla Türkiye’nin önde gelen çimento üreticilerinden biri haline gelmiştir. 9 Ocak 1986 yılında %18’lik halka açıklık oranıyla halka arz edildi. Günümüzde şirket %45 halka arz oranına sahiptir.

Çimsa, çimento sektöründe geleneksel gri çimento üretiminin yanı sıra beyaz çimento, kalsiyum alüminat çimentosu, hazır beton ve yapı malzemeleriyle ürün gamını çeşitlendirmiştir. Şirket, üretim faaliyetlerini Türkiye, İspanya, İrlanda ve ABD’de bulunan tesislerinde sürdürmektedir.

Hissedar Yapısı



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Bağlı Ortaklıklar

Cimsa Building Solutions B.V. (CBS BV), Sabancı Holding'in küresel yapı malzemeleri pazarında büyüme hedefleri doğrultusunda 2020 yılında Hollanda'da kuruldu. Bu şirket çatısı altında Çimsa'nın Türkiye dışı yatırımları olan şirketleri bir araya getirilerek küresel operasyonlar tek merkezden yönetilmeye başlandı.

2023 yılında Çimsa, CBS BV'de Sabancı Holding'e ait %10,1 oranındaki payı devralarak şirketin %50,1'ine sahip oldu. Daha sonra Eylül 2024 tarihinde gerçekleştirilen 150mn Euro tutarındaki sermaye artışına Sabancı Holding katılmadı ve Çimsa tek başına katılarak CBS BV'deki payını %68,31'e yükseltti. Kalan %31,69 sermayedeki pay Sabancı Holding'e aittir. Ayrıca şirketin unvanı 6 Eylül 2024 tarihinde resmi olarak Cimsa Building Solutions B.V. (CBS BV) olarak değiştirildi.

Cimsa Cementos España S.A.U. (İspanya) Çimsa, İspanya'daki faaliyetlerine 1996 yılında Sevilla'da kurduğu 5 bin tonluk beyaz çimento terminaliyle başlamıştır. 2021 yılında satın aldığı İspanya'nın Buñol bölgesindeki fabrika, beyaz çimento üretim kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Şirket, İspanya iç pazarı başta olmak üzere Avrupa, Afrika ve Amerika dahil olmak üzere toplam 65'ten fazla ülkeye ihracat yapmaktadır.

Cimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corp. (ABD) Çimsa'nın ABD faaliyetleri, 2017 yılında kurulan Cimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corp. tarafından yürütülmektedir. Şirket, 2019'da beyaz çimento öğütme tesisini, 2025'te ise gri çimento öğütme tesisini Houston'da faaliyete geçirmiştir. Şirket, Türkiye'den tedarik edilen beyaz ve gri klinkeri öğüterek Kuzey Amerika pazarına dökme ve torbalı çimento olarak sunmaktadır. Houston Limanı ve demiryolu bağlantısı sayesinde tesis, lojistik avantajı ve düşük maliyetli tedarik zinciriyle bölgesel pazarda stratejik bir konuma sahiptir.

Cimsa Cement Sales North GmbH (Almanya) 2000 yılında kurulan ve 2014 yılında tüm hisseleri Çimsa tarafından devralınan şirket, Almanya'nın Hamburg kentinde bulunan 9.000 ton kapasiteli dökme çimento silosuyla faaliyet göstermektedir. Şirket, Kuzey ve Batı Avrupa başta olmak üzere Almanya, Fransa, Benelüks ülkeleri ile Norveç, Danimarka, İsviçre, Avusturya ve Çek Cumhuriyeti pazarlarına beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimentosu satışı yapmaktadır.

Cimsa Adriatico S.R.L. (İtalya) Çimsa, 2010 yılında İtalya'daki Trieste Limanı'nda bulunan, toplam 20.000 ton kapasiteye sahip dört silolu terminalin %70 hissesini satın alarak şirket unvanını Cimsa Adriatico S.R.L. olarak değiştirmiştir. Bu terminal, beyaz çimento başta olmak üzere gri çimento ve kalsiyum alüminat çimentosu satışlarıyla Kuzey İtalya, Avusturya, Slovenya, Hırvatistan ve Bosna-Hersek gibi pazarlara hizmet vermektedir.

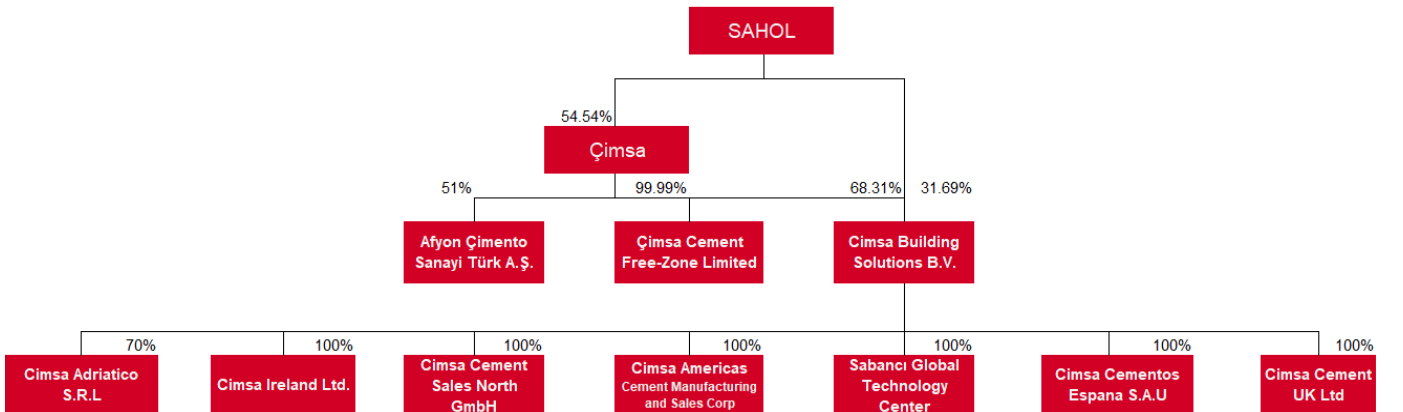
Çimsa Cement Free Zone Ltd. (KKTC) Çimsa, KKTC Gazimağusa Serbest Limanı'nda bulunan 5.000 ton kapasiteli terminalde 2005 yılından beri gri çimento satış faaliyetlerini sürdürmektedir. Çimento, Mersin Fabrikası'ndan denizyolu ile taşınarak terminalden dökme olarak satılmaktadır.

Cimsa Cement UK Ltd. (İngiltere) Cimsa Building Solutions BV tarafından %100 iştiraki olarak Temmuz 2023'te kurulmuştur.

Cimsa Ireland Limited (İrlanda Cumhuriyeti) Temmuz 2024'te kurulmuştur. Ekim 2024'te Mannok Holdings DAC'nin %94,7'lik hissesi bu şirket tarafından satın alınmıştır.

Sabancı Teknoloji Merkezi (Almanya) Ekim 2022'de Münih Teknik Üniversitesi kampüsünde kurulmuştur. Bu merkezde CAC ve diğer yapı malzemeleri alanında Ar-Ge ve inovasyon çalışmaları yapılmaktadır.

Çimsa Bağlı Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler



Şirketin Faaliyet Gören Fabrikaları:

Mersin Fabrikası 1975 yılında üretime başlayan Mersin Fabrikası, gri çimento, beyaz çimento ve CAC üretimi yapmaktadır. Fabrika, toplam yedi üretim hattı ile geniş bir ürün portföyüne sahiptir. Dünyanın ilk ve tek 3'lü entegre çimento fabrikasıdır. Gri klinker üretim kapasitesi 1,3 milyon ton/yıl, beyaz klinker üretim kapasitesi 1,1milyon ton/yıl ve CAC üretim kapasitesi 131 bin ton/yıl'dır.

Eskişehir Fabrikası 1957 yılında kurulan Eskişehir Fabrikası, 2005 yılında Çimsa bünyesine katılmıştır. Beyaz ve gri çimento üretimi yapmaktadır. Tesis, 800 bin ton/yıl gri klinker ve 600 bin ton/yıl beyaz klinker kapasitesine sahiptir.

Afyon Fabrikası 1957 yılında faaliyetlerine başlayan Afyon Fabrikası, 2012 yılında %51 hisse sahipliğiyle Çimsa'nın iştiraki haline gelmiş ve modern üretim teknolojileri ile donatılmıştır. Fabrika, 1,5mn ton/yıl gri klinker kapasitesine sahiptir.

Buñol Fabrikası İspanya'da bulunan Buñol Fabrikası, Meksikalı CEMEX'ten Temmuz 2021'de satın alınmıştır. Beyaz çimento üretimi için önemli bir fabrika Valencia limanına yaklaşık 40 km mesafededir. İspanya pazarı haricinde 65'ten fazla ülkeye ihracat yaparak Avrupa, Afrika ve Amerika pazarlarında faaliyet göstermektedir. Fabrika, 600 bin ton/ yıl beyaz klinker üretimi kapasitesine sahiptir.

Houston Fabrikası Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulan Houston çimento öğütme tesisi Türkiye'den ithal edilen beyaz klinkeri, Houston Limanı'nda yer alan 300 bin ton beyaz çimento öğütme tesisinde işleyerek Kuzey Amerika pazarının ihtiyaçlarına uygun dökme ve torbalı ürünler olarak müşterilere sunmaktadır. Limana ve demiryolu ağına yakın stratejik konumuyla bölgesel rekabet avantajına sahip olan tesis, 2019 yılının Kasım ayında üretime başlamıştır. 13 Ekim 2025'te tesiste yıllık 600 bin ton gri çimento kapasitesi devreye girdi.

Mannok Holdings DAC, çimento ve yapı malzemeleri (prekast, gaz beton, çatı malzemeleri, izolasyon, ambalajlama) gibi geniş bir ürün yelpazesıyla faaliyet göstermektedir. Fabrikanın 1,2mn ton gri klinker üretim kapasitesi vardır. 2 Ekim 2024'te tamamlanan satın alma süreciyle Çimsa, Mannok'un %94,7'lik hissesine sahip olmuştur. Toplam şirket değeri 330 milyon Euro olarak belirlenen Mannok için nihai bedel, finansal borçlar ve diğer düzeltmeler sonrası 253,5 milyon Euro olmuştur. Birleşik Krallık ve İrlanda pazarındaki varlığıyla Çimsa'nın uluslararası operasyonlarına katkı sağlamaktadır.

Hazır Beton Tesisleri Çimsa 2024 yıl sonu itibarıyla 34 adet hazır beton tesisiyle yurt içinde geniş bir dağıtım ağına sahiptir.



Kaynak: Şirket

Ürün Gamı

Çimsa, geleneksel çimento sektöründe faaliyet gösteren diğer şirketlerden ürün çeşitliliği ve pazar farklılaşmasıyla ayrılan, güçlü ve geniş bir ürün portföyüne sahiptir. Şirketin üretim gamı, klasik gri çimentonun yanı sıra beyaz çimento, kalsiyum alüminat çimentosu (CAC), hazır beton ve yapı malzemeleri gibi farklı segmentleri kapsamaktadır.

Gri Çimento Çimsa, birçok çimento şirketinde olduğu gibi temel ürün grubu olan gri çimento üretimini Türkiye ve İrlanda'daki mevcut tesislerinde sürdürürken, 13 Ekim 2025 yılının son çeyreğinde ABD'nin Houston kentinde devreye giren yeni tesisle üretim ağını daha da genişletmiştir. Gri çimento; bina, konut, altyapı, yol ve köprü gibi geniş bir kullanım alanına sahiptir.

Beyaz Çimento Çimsa, beyaz çimento üretiminde dünya çapında ikinci üretici konumundadır. Türkiye'de Eskişehir ve Mersin fabrikalarında ve İspanya'nın Buñol bölgesindeki fabrikasında üretilmektedir. Beyaz çimentonun gri çimentodan en büyük farkı renginden kaynaklanmaktadır. Bu ürün, özellikle dekoratif yapı uygulamaları, dış cephe kaplamaları, zemin kaplamaları ve özel mimari projelerde tercih edilmektedir.

Kalsiyum Alüminat Çimentosu (CAC) Çimsa'nın ürün portföyünde yer alan yüksek katma değerli kalsiyum alüminat çimentosu (CAC), ısıya, korozyona ve aşınmaya karşı üstün dayanıklılığıyla öne çıkmaktadır. En önemli özelliği, Portland çimentosunun 28 günde ulaştığı dayanımı yalnızca 24 saatte sağlayabilmesidir. Özel uygulamalar ve altyapı projelerinde geniş kullanım alanına sahip olan CAC, Çimsa'nın küresel büyüme stratejisinin merkezinde yer almaktadır. Şirket, 2022'de 60 bin ton olan CAC klinker üretim kapasitesini 2026 sonunda 197 bin tona çıkarmayı hedeflemekte; 2024 Şubat ayında 66 bin tonluk ilave kapasiteyle dünyanın ilk üç üreticisinden biri konumuna ulaşmıştır.

Hazır Beton Çimsa, Türkiye genelinde 34 tesisiyle faaliyet gösteren ve yılda yaklaşık 2,5mn m³ üretim kapasitesine sahip güçlü bir hazır beton üreticisidir. Şirket, bölgesel talebe yakın konumlanan tesis ağı sayesinde lojistik verimlilik sağlarken, operasyonel ölçekte istikrarlı hacim artışıyla bu segmentteki pazar payını korumaktadır.

Yapı Malzemeleri Son dönemde İrlanda merkezli Mannok Holdings DAC'ın satın alınmasıyla, Çimsa yapı malzemeleri pazarına da girmiştir. Bu segmentte gaz beton bloklar, prekast beton ürünleri, çatı kaplama malzemeleri, yalıtım malzemeleri (zemin ve çatı için EPS ve PIR) ve paketleme gibi farklı ürünler bulunmaktadır.

Çimsa'nın Sabancı Holding'deki Doğrudan Payı

Çimsa, uzun yıllar boyunca Sabancı Holding ve Exsa Export Sanayi Mamülleri Satış ve Araştırma A.Ş. ("Exsa") üzerinden dolaylı bir ortaklık yapısına sahipti. Exsa'daki %32,88 oranındaki payı, Çimsa'nın iştirak portföyünde özkaynak yöntemiyle muhasebeleştiriliyordu. Bu pay, Çimsa'nın geçmişte Sabancı Topluluğu içindeki yatırım şirketleri aracılığıyla edindiği ve finansal tablolarında iştirak yatırımı olarak gösterdiği bir varlık konumundaydı.

2023 yılında Sabancı Holding, Exsa'yı doğrudan devralarak bünyesine katma kararı aldı ve gerekli izinler için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurdu. Sürecin tamamlanmasıyla birlikte 15 Ocak 2024'te birleşme tescil edildi. Bu kapsamda, Exsa'nın Sabancı Holding dışındaki pay sahiplerine Sabancı Holding hisseleri verilmiş, Çimsa'ya ise sahip olduğu Exsa'daki 76,9 milyon TL nominal değerli payı karşılığında 27,7 milyon TL nominal değerli Sabancı Holding payı tahsis edilmiştir. Böylece Çimsa'nın iştirak portföyündeki Exsa varlığı sona ermiş, yerine Sabancı Holding sermayesinin %1,32'sine karşılık gelen doğrudan bir ortaklık hakkı geçmiş oldu. İşlemin muhasebe etkisi konsolide kar veya zarar tablosunda "Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler" kaleminde yansıtılmıştır.

Şirketin doğrudan SAHOL hissesine sahip olması bilançosundaki net karında büyük bir oynaklığa yol açıyor. Dolayısıyla, net kâr kaleminde görülen volatilité kısa vadeli sonuçları dalgalandırabilir, ancak uzun vadede Çimsa'nın portföyünde değer kazandırıcı, yüksek likiditeli ve stratejik bir yatırım aracı olarak değerlendirilmekteyiz.

Yenilenebilir Enerji Yatırımları

Çimsa, sürdürülebilir büyüme stratejisi kapsamında Uluslararası Finans Kurumu (IFC)'den 70mn USD tutarında yeşil kredi, ayrıca Türkiye çimento sektöründe bir ilk olarak Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD)'den 25mn EUR tutarında finansman desteği sağlamıştır. Bu kaynaklarla şirket, Eskişehir fabrikasında 5,5 MWe Atık Isı Geri Kazanım (AIGK) tesisi ve 10,8 MWe Güneş Enerjisi Santrali (GES) yatırımlarını hayata geçirmiştir. Ayrıca, net sıfır emisyon hedefine yönelik çalışmalar kapsamında Çimsa, 4Ç25'te Mersin fabrikası için EBRD'den ek 50mn EUR kredi temin ederek karbon nötr dönüşüm yol haritasını güçlendirmiştir.

Atık Isı Geri Kazanım (AIGK): Eskişehir fabrikasında kurulmakta olan 5,5 MW brüt kapasiteli AIGK tesisi yılda yaklaşık 40.000 MWh elektrik üretmesi beklenmektedir. Bu miktar fabrikanın elektrik ihtiyacının yaklaşık %25'ine karşılık gelirken, aynı zamanda yılda yaklaşık 19.000 ton CO₂ emisyonunun azaltılmasını sağlayacaktır. Projede Sabancı Holding'in bir diğer iştiraki Enerjisa ana yüklenici rolünü üstlenmiş olup, tesisin 2026 yılında devreye alınmasını bekliyoruz.

Güneş Enerjisi Santrali (GES): Eskişehir tesisine entegre edilecek 14,2 MW kurulu güce sahip GES yatırımı, yıllık yaklaşık 20.000 MWh elektrik üretimi öngörülmektedir. Böylece fabrikanın enerji ihtiyacının %14'ünü karşılaması beklenmekte olup, bu yatırım yılda yaklaşık 8.400 ton CO₂ emisyonunun azaltılmasına katkı sağlayacaktır. GES yatırımı 18 Mart 2025 tarihinde devreye alınmıştır.

Çimsa, sınırda karbon düzenlemesine hazırlık kapsamında geçmiş yıllarda da yenilenebilir enerji yatırımlarına yönelmiş ve hem yurt içinde hem de yurt dışında önemli projeleri devreye almıştır. Bunlar:

Afyon Güneş Enerjisi Santrali: Çimsa, karbon nötr yatırımları kapsamında Afyon tesisinde 7.500 panel ve 3,3 MW kurulu güç kapasitesiyle Güneş Enerjisi Santrali'ni Eylül 2023'te devreye aldı. Yıllık yaklaşık 800 ton CO₂ emisyon azaltımı sağlayacak olan bu proje, fabrikanın toplam elektrik ihtiyacının %3'ünü yenilenebilir kaynaklardan karşılamaktadır. Bu yatırım, hem enerji maliyetlerinin düşürülmesine katkı sunmakta hem de şirketin karbon yoğunluğunu azaltarak sürdürülebilir üretim kapasitesini artırmaktadır.

Buñol Güneş Enerjisi Santrali: Çimsa'nın İspanya'daki Buñol tesisinde devreye alınan Güneş Enerjisi Santrali ise 11.000 panel ve 7,2 MW kurulu güç ile Mayıs 2024 itibarıyla faaliyete geçmiştir. Yıllık 3.000 tonun üzerinde CO₂ emisyon azaltımı sağlayacak olan santral, tesisin toplam enerji ihtiyacının yaklaşık %18'ini karşılayacaktır. Buñol'daki yatırım, Çimsa'nın küresel ölçekte karbon ayak izini küçültmesine ve Avrupa Birliği'nin yeşil dönüşüm sürecine uyum sağlamasına stratejik katkı vermektedir.

Bu yatırımlar, Çimsa'nın yalnızca enerji maliyetlerini düşürmekle kalmayıp aynı zamanda karbon yoğunluğunu azaltarak uzun vadeli rekabetçiliğini güçlendireceğini göstermektedir. Bu gelişmeler, 2050 net sıfır karbon hedefiyle uyumlu olup, 2026'dan itibaren devreye girecek Avrupa Birliği'nin Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) kapsamında karbon sertifikaları için ödenecek maliyetlerin azalmasına katkı sağlayacaktır.

Yenilenebilir Enerji Yatırımları

Santral	Devreye Alınma Tarihi	Güneş Paneli (Adet)	Kapasite (MW)	Karbon Emisyon Azaltımı (t/yıl)	Fabrikaların Enerjisini Karşılama Oranı (%)
Afyon GES	Eylül 2023	7.500	3,3	800	3
Buñol GES	Mayıs 2024	11.000	7,2	3.000	18
Eskişehir GES	1Ç25	25.740	14,2	8.400	14
Eskişehir AIGK	2026*	-	5,5	19.000	25

*Tahminimiz

Kaynak: Şirket

Karbon Nötr Stratejisi Doğrultusunda Alternatif Yakıt Kullanımı

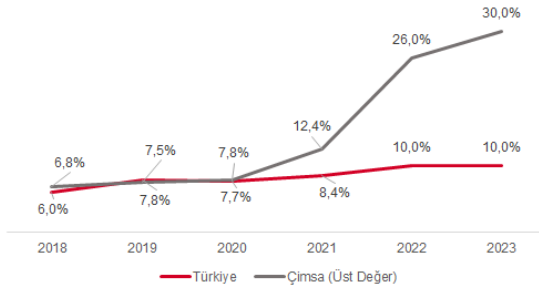
Çimento üretiminde kullanılan yakıtlar birincil (petrokok, ithal linyit, yerli kömür) ve ikincil (alternatif yakıtlar) olmak üzere ikiye ayrılır. Yakıt türü ve oranları ürün kalitesini ve enerji verimliliğini doğrudan etkiler. Fabrikalarda gerekli ısı enerjije ulaşmak için petrokok ve kömür genellikle farklı oranlarda karıştırılarak kullanılmaktadır. Sürdürülebilirlik kapsamında ise alternatif yakıtlar ön plana çıkmaktadır.

Çimsa, karbon nötr stratejisi kapsamında biyokütle atıkları, atıktan türetilmiş yakıt ve ömrünü tamamlamış lastikler gibi ikincil malzemeler ısı enerjisi kaynağı olarak kullanılmaktadır. Alternatif yakıtların tesiste kullanılabilmesi için, hazırlama, depolama, sevk sistemlerinin kurulması ve ekonomik açıdan uygun tedarik koşullarının sağlanması gerekmektedir.

2024 yılı itibarıyla Buñol fabrikasında ısı enerjisinin %28'i alternatif yakıtlardan sağlanmıştır. Çimsa'ya yeni katılan ve gri çimento üretim hattına sahip Mannok Holdings DAC'ta ise bu oran %55 seviyesindedir. Çimsa'nın alternatif yakıt kullanım oranı 2023 yılında %30 seviyesinde gerçekleşirken Türkiye'nin %10 olan seviyesinin 20 puan üzerinde gerçekleşti. Ancak şirketin 2024 yılında bölgesel pazar koşulları ve ucuzlayan petrokok etkisiyle gri çimento üretim hatlarında 2023'te %29 seviyesinde olan kullanım alternatif yakıt kullanım oranı 2024'te %10 seviyesine gerilemiştir.

Alternatif yakıtlardan sağlanan azaltımın sınırlı kaldığı durumlarda Çimsa, karbon emisyonlarını ürün dönüşümü yoluyla kompanse etmektedir. Bu kapsamda klinker oranı düşürülmüş ürünler ve alternatif hammaddeler devreye alınarak emisyon azaltımı farklı bir kanaldan desteklenmektedir. Böylece şirket, enerji verimliliği ile yenilenebilir kaynak yatırımlarını bütüncül bir yaklaşımla ele alarak karbon yoğunluğunu düşürmeye devam etmektedir.

Alternatif Yakıt Kullanım Oranı



Kaynak: Şirket

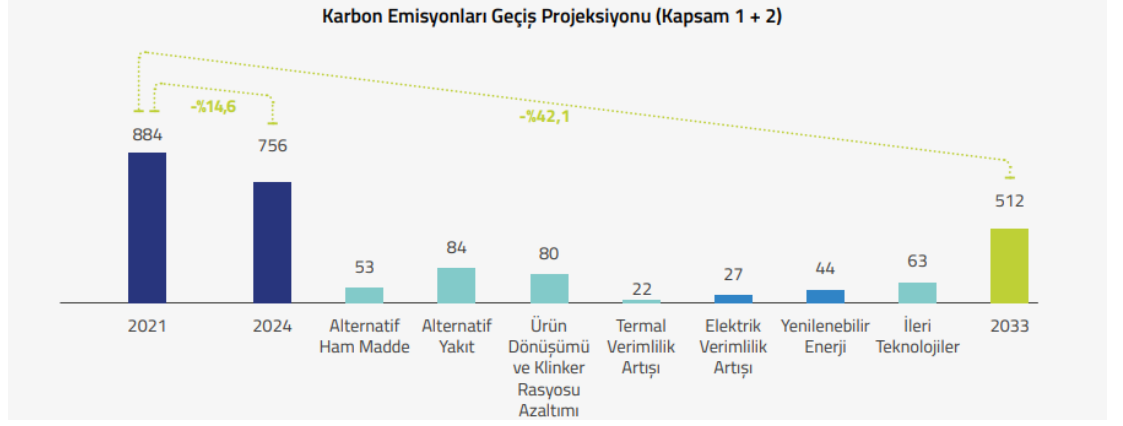
Çimsa'nın Sürdürülebilirlik Görünümü

Çimsa, Bilim Temelli Hedefler Girişimi (SBTi) ile uyumlu emisyon azaltım hedefleri doğrultusunda, 2021 baz yılına göre çimentomsu ürünlerde Kapsam 1 ve Kapsam 2 emisyon yoğunluğunu toplamda %14,6 oranında azaltmayı başarmıştır. 2021'de 884 kg CO₂/ton olan emisyon yoğunluğu, 2024 itibarıyla 756 kg CO₂/ton seviyesine (%14,5) gerilemiştir. Şirket, bu eğilimi sürdürerek 2033 yılına kadar Kapsam 1 emisyon yoğunluğunu %39,3, Kapsam 2'yi ise %86,8 oranında azaltmayı ve toplam emisyon yoğunluğunu 512 kg CO₂/ton seviyesine indirmeyi hedeflemektedir.

2024 yılında Çimsa, sera gazı emisyonlarını azaltma hedefi doğrultusunda; doğrudan emisyon azaltımını hedefleyen Azaltım Yatırımları için 281 milyon TL, karbon yoğun faaliyetleri daha düşük emisyonlu hale dönüştürmeyi amaçlayan Geçiş Yatırımları için 49 milyon TL ve doğrudan azaltım sağlamasa da emisyon düşüşünü mümkün kılan süreçleri destekleyen Kolaylaştırıcı Yatırımlar için 40 milyon TL kaynak ayrılmıştır.

Şirket'in yurt içi ve yurtdışı yenilenebilir elektrik enerjisi kullanım oranı %63'e ulaşmıştır. Ayrıca Atık Isı Geri Kazanım Tesisi ve Güneş Enerjisi Santrali'nde üretilen yenilenebilir enerji dönüşümü kapsamındaki bu girişimler sayesinde Kapsam 2 emisyonlarında 2021 yılına göre %73 azaltım oranına ulaşılabilecektir. Alternatif katkıları kullanılarak gri çimentoda %7 oranında alternatif hammadde temini sağlandı, bunun etkisiyle klinker oranı %80'e indirildi ve böylece ürün portföyü Kamu İhaleleri Yeşil Çimento Şartı ile uyumlu hale geldi.

Çimsa, sürdürülebilirlik stratejisi doğrultusunda alternatif hammadde ve yakıt kullanımıyla emisyonlarını azaltmayı, düşük klinker içerikli ürünlerle portföyünü dönüştürmeyi ve enerji verimliliği projeleriyle desteklenen yenilenebilir kaynak yatırımları sayesinde 2030 itibarıyla elektrik tüketiminin %80'inden fazlasını yeşil enerjiden karşılamayı hedeflemektedir. Şirket, aynı zamanda hidrojen ve karbon yakalama-depolama gibi teknolojilere odaklanarak, önümüzdeki dönemde artması beklenen karbon fiyatlandırması ve vergilendirmesinde sektörde avantajlı bir konum elde etmeyi amaçlamaktadır.



Kaynak: Şirket

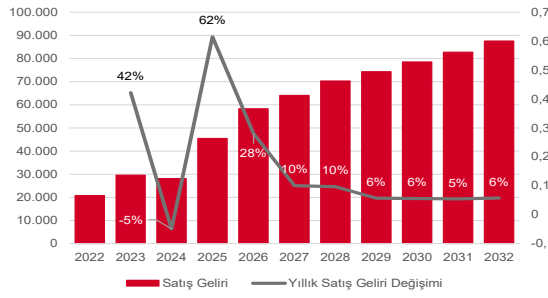
Şirket Finansalları

Yatırımların katkısıyla satış gelirlerinde güçlü bir büyüme beklentisi

Çimsa'nın 2024 yılı satış gelirleri, yılın son çeyreğinde tamamlanan Mannok fabrikası satın alımının sağladığı 73,4mn EUR (2,73mırl TL) inorganik katkı ile toplamda 28,15mırl TL seviyesine ulaşmıştır. 2025 yılında Mannok'un tüm yıl boyunca konsolide edilmesi ve Houston öğütme tesisinin yılın son çeyreğinde devreye alınmasıyla satış gelirlerinin yıllık bazda %62 artışla 45,47mırl TL'ye yükselmesini bekliyoruz. 2026'da Houston tesisinin tam kapasite çalışması ile birlikte gelirlerin 58,26mırl TL'ye ulaşacağı, CAC kapasite artırımı yatırımlarının da tamamlanmasıyla birlikte uzun vadede satış gelirlerinin istikrarlı bir büyüme trendi izleyerek 2032'de 87,57mırl TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Bu projeksiyon, 2025–2032 dönemi için yaklaşık %8,5'lik bileşik yıllık büyüme oranına (CAGR) işaret etmektedir.

Ayrıca tahminlerimiz, çevre ülkelerdeki yeniden inşa süreçlerinden doğabilecek potansiyel ek talep etkilerini içermemektedir; bu tür bir senaryo, özellikle beyaz çimento ve CAC tarafında Çimsa için önemli bir yukarı yönlü potansiyel yaratabilir.

Şirketin Yıllık Satış Geliri ve Değişimi



Kaynak: Global Menkul Değerler, Şirket

Brüt karda enerji giderlerinde azalma ham madde giderlerinde artış gerçekleşti

Çimsa'nın maliyet yapısında en yüksek paya sahip kalemler hammadde ve enerji giderleridir. 2024 yılında enerji maliyetlerindeki düşüş, petrokok fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanırken; yılın ikinci yarısında artan hammadde maliyetleri toplam satış giderleri üzerinde sınırlı baskı yaratmıştır. Şirketin enerji verimliliği odaklı yatırımları Eskişehir GES'in devreye girmesi ve 2026'da tamamlanmasını beklediğimiz AIGK projesi, düşük kalan petrokok maliyeti sebebiyle enerji giderlerinin satış gelirine oranının 2024'te %22 seviyesinden 2025 yıl sonunda %15,6'ya (9A25: %15,7) düşmesini bekliyoruz.

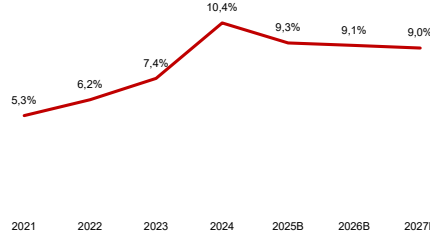
Buna karşın, 2025 yılında hammadde ve diğer üretim giderleri kısa vadede kârlılık üzerinde baskı oluşturmaktadır. Ancak bu etkinin enerji yatırımlarının tam katkı vermesi ve hammadde maliyetlerinde normalleşme beklentimiz ile orta vadede dengelenmesini bekliyoruz. Şirketin maliyet optimizasyonu ve operasyonel verimlilik stratejileri sayesinde 2025-2032 döneminde brüt kâr marjının ortalama %22,2 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Personel giderlerindeki artış operasyonel giderlerin tarihsel ortalamasının üzerinde olmasına sebep oluyor

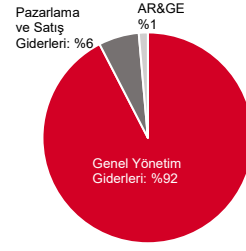
Şirketin 2019–2023 döneminde operasyonel giderlerinin satışlara oranı ortalama %7,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak 2024 yılında Mannok fabrikasının satın alınmasıyla birlikte artan personel giderleri ve satın alım sürecine ilişkin danışmanlık harcamaları nedeniyle bu oran %10,4'e yükselmiştir. 9A25 sonuçlarında operasyonel giderler satış gelirlerinin %9,7'si seviyesinde gerçekleşmiştir.

Buna karşın danışmanlık giderlerinin azalmasıyla operasyonel giderlerin satışlara oranının %9,3 seviyesine gerilemesini öngörüyoruz. Türkiye'de enflasyonun daha dengeli bir seyre yönelmesiyle, orta vadede personel giderlerindeki baskının da hafiflemesini bekliyoruz. Bu senaryo altında, 2025–2032 döneminde operasyonel giderlerin satışlara oranının ortalama %8,96 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Operasyonel Giderin Satışlara Oranı



2024'te Operasyonel Gider Dağılımı



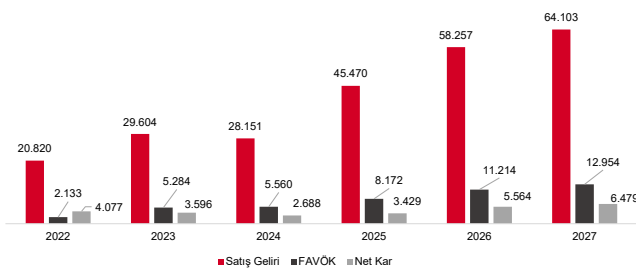
Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

2025 yılında FAVÖK'ün 8,17milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2032'ye gelindiğinde 19,82milyar TL'ye ulaşarak bu dönemde yıllık bileşik büyüme oranını (CAGR) %11,7 olmasını bekliyoruz. FAVÖK'teki bu pozitif görünüm toparlanan personel giderleri, normalleşen hammadde maliyetleri ve yenilenebilir enerji yatırımlarının katkısıyla azalan enerji giderlerinden kaynaklanmaktadır. 2025–2032 döneminde FAVÖK marjının ortalama %20,8 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

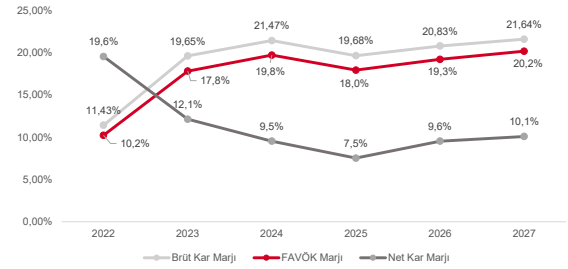
Net Kâr, Finansman Giderlerle Baskılanıyor

Net kâr tarafında ise, Mannok fabrikasının satın alımı, Eskişehir'deki yenilenebilir enerji yatırımları, Houston gri çimento öğütme tesisinin devreye alınması ve kalsiyum alüminat çimentosu kapasite artışının etkisiyle artan finansal giderlerden kaynaklı bir baskı öngörüyoruz. Bu çerçevede net kârın 2025 yılında 3,43milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini, 2032 yılına gelindiğinde ise 10,68milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Bu projeksiyon, söz konusu dönemde yaklaşık %15,3'lük CAGR'a işaret etmektedir. Sonuç olarak borçların ve maliyetlerin azalmaya başlamasıyla net karın ilerleyen dönemlerde artmasını bekliyoruz.

Finansalların Nominal Değerleri



Finansalların Marjları



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Çimsa Çeyreklik Finansal Görünümü

Çimsa, 2025 yılının üçüncü çeyrek finansal sonuçlarını 31 Ekim tarihinde açıklamıştır. Şirketin ilk dokuz aylık performansı, yıl sonuna ilişkin tahminlerimizle büyük ölçüde uyumlu bir görünüm sergilemektedir.

Yılın 9 ayında 33,1milyar TL net satış, 5,8milyar TL FAVÖK ve 2,35milyar TL net kâr açıklayan Çimsa, güçlü operasyonel marjlarla öne çıkmıştır. FAVÖK marjı bu dönemde %17,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2025 yılı genelinde, Global Menkul olarak 45,47milyar TL net satış, 8,17milyar TL FAVÖK ve 3,43milyar TL net kâr öngörmekteyiz. Yıl sonu itibarıyla FAVÖK marjının %18 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Genel olarak, 2025 yılının 9 ayı itibarıyla Çimsa'nın finansal performansı, yüksek katma değerli ürün portföyü, uluslararası yatırımların katkısı ve mali disiplin sayesinde yıl sonu hedeflerimizle uyumlu bir şekilde ilerlemektedir.

Çimsa Özet Finansal Sonuçlar

(mn TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A25	2024	2025T
Satış Geliri	5.928	10.663	8.905	10.895	11.240	33.101	28.151	45.470
FVAÖK	2.214	944	1.094	2.029	2.377	5.805	5.560*	8.172
FVAÖK Marjı	37,3%	8,9%	12,3%	18,6%	21,1%	17,5%	19,8%	18,0%
Net Kar	1.551	-482	271	717	1.269	2.349	2.688	3.429

*Tek seferlik danışmanlık ücreti çıkarılmış şekilde

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler



Sektör

Uzun Vadeli Görünüm

Business as Usual'ın raporuna göre 2035 yılındaki küresel çimento talebi 3,64mlr ton seviyesine gerilemesi bekleniyor.

Çimentonun ham maddesi olarak bilinen ve sektördeki karbon emisyonunu en çok etkileyen klinker talebinde 2024 yılında 2,8mlr ton olması beklenirken, 2050 yılına gelindiğindeyse 1,9mlr ton seviyesinin altına inmesi bekleniyor.

Pazar Tipi	2024b	2035t	Bölgeler
1. Düşüş ardından durağan: Çin	48%	32%	Çin
2. Genel olarak durağan: Gelişmiş ekonomiler	13%	13%	Doğu Asya, Doğu Avrupa & Türkiye, Batı Avrupa, Kuzey Amerika, Okyanusya
3. Yavaş büyüme: Orta gelirli bölgeler	22%	26%	BDT, Orta Doğu, Kuzey Afrika, Latin Amerika, Güneydoğu Asya
4. Hızlı büyüme: Gelişen piyasalar	18%	28%	Sahra Altı Afrika, Güney Asya

Pazar Tipi	Bölgeler	Yıllık Milyon Ton Tüketimi			
		2020	2024t	2035t	2050t
1. Düşüş, ardından durağan:	Çin	2,411	1,825	1,183	928
	Kuzey Amerika	115	120	131	138
2. Genel olarak durağan:	Batı Avrupa	131	126	129	125
	Doğu Avrupa & Türkiye	120	127	129	98
	Okyanusya	12	12	13	14
	Kuzeydoğu Asya	97	97	89	85
3. Yavaş büyüyen:	Güneydoğu Asya	236	240	275	297
	Kuzey Afrika	93	97	111	131
	Latin Amerika	164	176	202	215
	BDT	97	116	127	136
4. Hızlı büyüyen:	Orta Doğu	196	208	235	254
	Güney Asya	392	537	813	908
	Sahra Altı Afrika	130	153	207	308
Toplam		4,194	3,834	3,643	3,637

Kaynak: World Cement Association, BAU

Düşüş, ardından durağan çimento pazarı: Çin'in çimento talebi 2020'de 2,4 milyar ton ile dünya tüketiminin %57'sini oluşturup kişi başı 1.700 kg ile dünya ortalaması olan 300 kg'ın oldukça üzerindeydi. Ancak talep 2024 itibarıyla %25 azalarak 1,8 milyar tona gerilemiştir. 2035'e kadar yıllık ortalama %3,9 düşüşle 1,2mlr tona, 2050'de ise 0,9mlr tona gerilemesi beklenmektedir. Çin'deki düşüş beklentisinin sebebi çimento talebinin altyapı yatırımlarını öne çekerek gelecekteki talebin bir kısmını erkenden kullanmasından gerçekleşti.

Çin'de çimento talebindeki gerileme, yerel üreticilerin ihracata yönelmesine ve mevcut ihracatçı şirketlerin alternatif pazar arayışlarını hızlandırmasına neden olabilir. Bu durum, küresel ölçekte faaliyet gösteren çimento üreticileri üzerinde arz yönlü bir baskı oluşturma potansiyeline sahiptir.

Genel olarak durağan pazar: Gelişmiş pazarlar olarak sınıflandırılan Avrupa (Türkiye dahil), Kuzey Amerika, Kuzeydoğu Asya ve Okyanusya toplamda dünya çimento talebinin yalnızca %13'ünü oluşturmaktadır. Türkiye ve bazı Doğu Avrupa ülkelerinde gelişim kaynaklı artan talep etkisi halen hissedilse de bu etki sınırlıdır ve 2050'ye kadar azalması beklenmektedir. Kuzey Amerika ve Okyanusya'da nüfus artışıyla birlikte talep artışı öngörülmürken, Kuzeydoğu Asya ve Batı Avrupa'da nüfus düşüşü nedeniyle talep gerilemesi beklenmektedir. 2024 itibarıyla bu gelişmiş pazarların toplam talebi 0,5 milyar tonun biraz altında olup, bu seviyeyi 2050'ye kadar koruyacakları öngörülmektedir.

Yavaş büyüyen pazar: Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT), Orta Doğu, Kuzey Afrika, Latin Amerika ve Güneydoğu Asya gibi orta gelir grubundaki ülkelerde çimento talebinin 2024'te 0,84 milyar ton düzeyinden 2035'te 0,95 milyar tona, 2050 itibarıyla ise 1,03 milyar tona ulaşması öngörülmektedir. Bu yaklaşık %0,8'lik yıllık büyüme, bölge nüfusundaki %0,7'lik artışın bir miktar üzerindedir. Ancak bu ülkeler hem kalkınma düzeyleri hem de nüfus dinamikleri açısından oldukça çeşitlidir. Suudi Arabistan ve BAE gibi ülkelerde çimento talebinin ekonomik doygunluğa paralel olarak gerilemesi beklenirken, Orta Asya ülkelerinde devam eden kalkınma süreciyle birlikte hem nüfus hem de kişi başı tüketimin artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Hızlı büyüyen pazar: Güney Asya ve Sahra Altı Afrika'daki gelişen piyasalarda çimento talebinin hızlı bir artış göstermesi ve 2024'teki 0,69 milyar tondan 2050'de 1,22 milyar tona çıkması beklenmektedir. Bu dönemde bölge nüfusunda da %40 artışla 3,1 milyardan 4,4 milyara yükselecektir. Kişi başı çimento tüketimi ise yıllık 220 kg'dan 280 kg'a yükselerek Batı Avrupa seviyelerine yaklaşacaktır.

Çimsa'nın Konumu

Küresel çimento talebinin Çin'deki daralmaya karşın gelişmekte olan bölgelerde artış göstermesi, Çimsa'nın coğrafi konumunu avantajlı kılmaktadır. Türkiye'nin Avrupa, MENA ve Kuzey Afrika pazarlarına yakınlığı, şirketin bu büyüyen bölgelerdeki talep artışından pay almasını desteklemektedir. Ayrıca, Houston ve Buñol tesisleriyle Kuzey Amerika ve Avrupa'da üretim varlığı bulunan Çimsa, dengeli coğrafi dağılımı sayesinde küresel talep kaymalarına karşı dayanıklı bir konumda yer almaktadır.

Klinker ve Net Sıfır Karbon Görünümü

World Cement Association'ın raporuna göre, klinker üretimi, çimento sektörünün karbon ayak izinin ana kaynağını oluşturmaktadır. Günümüzdeki klinker üretiminde yaşanan emisyonların yaklaşık üçte biri yakıt yakımından, üçte ikisi ise kireç taşının ayrışmasından kaynaklanmaktadır. Sektör, kömür gibi yüksek emisyonlu fosil yakıtlardan uzaklaşarak biyokütle ve atık türevi yakıtlara yönelmekte, böylece yakıt kaynaklı emisyonların azaltılması hedeflenmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, 2024 yılında 2,4 milyar ton olan toplam karbondioksit emisyonunun 2050 yılına kadar 1 milyar tonun altına düşeceği öngörülmektedir.

Ancak emisyonları azaltmanın yolu yalnızca yakıt değişimiyle sınırlı değildir. Aynı zamanda, klinker oranının azaltılması da önemli bir strateji olarak öne çıkmaktadır. Merkez senaryoya göre, katkı malzemesi erişiminin artmasıyla klinker oranı 2024'teki %73 seviyesinden 2035'te %66'ya, 2050'de ise %54'e düşecektir. Bu oranlar, çimento üretiminin karbon yoğunluğunu önemli ölçüde azaltacak ve sektörün daha sürdürülebilir bir yapıya kavuşmasına katkı sağlayacaktır. Klinkerin karbon emisyonunun ana kaynağı olması sebebiyle çimentolardaki klinker oranının azalması sektörün karbon nötr adına önemli bir adım olacaktır.

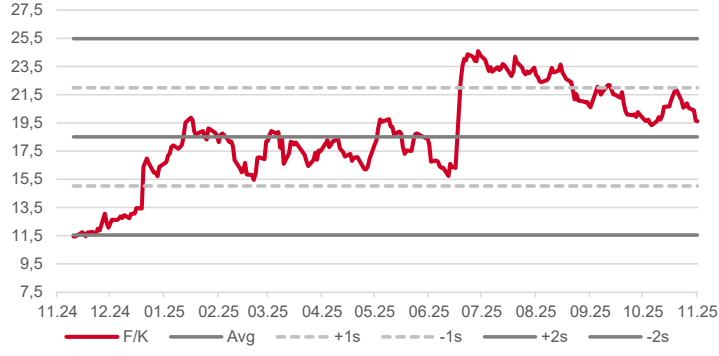
Avrupa'daki Emisyon Ticaret Sistemi'nin (ETS) Etkileri

Avrupa Birliği'nin Emisyon Ticaret Sistemi (ETS) ve 2026'da yürürlüğe girmesi planlanan Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM), karbon salımını maliyet unsuruna dönüştürerek sanayi üretiminde düşük karbonlu dönüşümü hızlandırmaktadır. PwC verilerine göre, ETS kaynaklı karbon maliyetlerinin inşaat sektöründe %4–5 düzeyinde fiyat artışına yol açabileceği tahmin edilmekte olup, çimento bu maliyet artışının en önemli belirleyicisi konumundadır. Bu süreç, yüksek karbon ayak izine sahip üreticiler için önemli bir maliyet baskısı yaratırken, karbon verimliliği yüksek ve yeşil finansmana erişimi olan şirketler için rekabet avantajı oluşturmaktadır.

Çimsa, IFC ve EBRD kaynaklı yeşil kredilerle finanse ettiği Eskişehir GES ve Atık Isı Geri Kazanım projeleriyle enerji üretiminde karbon yoğunluğunu azaltmakta; klinker oranını düşüren ve alternatif yakıt kullanımını artıran yatırımlarla karbon maliyetlerine karşı dayanıklılığını güçlendirmektedir. Bu dönüşüm, şirketin hem Türkiye'de kurulması beklenen ETS'ye hem de AB CBAM uygulamalarına uyumunu sağlayarak, uzun vadede rekabet gücü yüksek, düşük karbonlu ve sürdürülebilir bir iş modeli oluşturmasına olanak tanımaktadır.

Çarpanlar

Çimsa 12 Aylık F/K



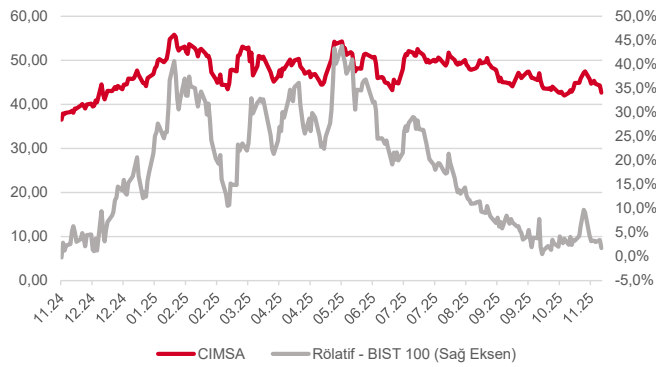
Çimsa 12 Aylık FD/FAVÖK



Kaynak: Global Menkul Değerler, Finnet

Hisse Performansı

Çimsa'nın 12 Aylık Fiyatı ve BIST100'e Rölatif Performansı



Kaynak: Global Menkul Değerler, Finnet

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global 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 genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılabilir.

© 2025 Global Menkul Değerler A.Ş

