

Katma değerli ürün portföyüyle küresel güç...

- Çimsa <ÇİMSA TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı 65.2 TL/hisse olarak belirliyor, bu seviyenin mevcut fiyata göre yaklaşık %40 yükseliş potansiyeline işaret ettiğini değerlendiriyoruz. Hisse için önerimizi "AL" olarak belirlerken, şirketi araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Çimsa'nın önümüzdeki dönemde; i) Beyaz çimento ve CAC gibi yüksek kar marjlı ürünlerle pazardaki lider konumu ii) Mannok satın alımı ve ABD gri çimento öğütme tesisi yatırımı ile daha da güçlenen küresel operasyonları iii) döviz bazlı gelirlerindeki artış doğrultusundaki defansif görünümü sebebiyle ön plana çıkmasını bekliyoruz. Şirket, 2025T göre 9,49x F/K ve 7,38x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- Yerel üreticiden küresel yapı malzemeleri oyuncusuna dönüşüm...** Gri çimento üretimindeki köklü tecrübesini, katma değeri yüksek beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimento (CAC) alanındaki uzmanlığıyla birleştiren Çimsa, stratejik bir eksen değişimi yaşamaktadır. Mersin ve İspanya (Buñol) fabrikalarının sağladığı güçle Dünya'nın en büyük 2. beyaz çimento üreticisi unvanını taşıyan şirket, CAC alanında da küresel ölçekte ilk 3 üretici arasında yer almaktadır. Mersin fabrikasında devam eden ve 2026'da tamamlanması hedeflenen kapasite artış yatırımlarıyla şirketin bu niş pazardaki etkinliğini daha da artırmasını bekliyoruz.
- Mannok ve Çimsa Americas ile inorganik büyüme ivmesi...** 2024 yılında İrlanda ve Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren Mannok Holdings'in %94,7 hissesinin satın alınmasının şirketin büyüme hikayesindeki en önemli katalizörlerden biri olduğunu düşünüyoruz. Bu hamle, Çimsa'nın gelir kompozisyonunda döviz payını artırırken, ürün yelpazesini yalıtım ve paketleme gibi alanlarla çeşitlendirmektedir. Ek olarak, Ekim 2025'te ABD Teksas'ta faaliyete geçen gri çimento öğütme tesisinin, önemli pazarlara yakın konumu ve maliyet avantajları ile şirketin Kuzey Amerika pazarındaki varlığını derinleştirmesini bekliyoruz. Bu yatırımların katkısıyla, şirketin net satış gelirlerinin 2025 yılında %32,5 artışla 1.015 milyon Avro seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz.
- Operasyonel verimlilik ve sürdürülebilir karlılık...** Şirketin karlılık görünümünde, yenilenebilir enerji yatırımları ve enerji maliyetlerindeki optimizasyonun yanı sıra Mannok'un bünyesindeki ürün gruplarının konsolide yapıya dahil olmasının belirleyici olmasını bekliyoruz. 2025 yılında tam kapasiteyle devreye girecek olan inorganik katkının etkisiyle, konsolide FAVÖK'ün 193 milyon Avro seviyesine yükseleceğini ve FAVÖK marjının %19,0 seviyesinde dengeleneceğini öngörüyoruz. Satın alımlar sonrası artan net borçluluğun, güçlü nakit yaratma kapasitesi ve yatırım harcamalarının (CAPEX) normalize olmasıyla birlikte kademeli olarak gerileyeceğini; Çimsa'nın hem global bir yapı malzemeleri oyuncusu olarak çarpan bazında pozitif ayrışacağını hem de döviz bazlı gelir yapısıyla defansif karakterini koruyacağını tahmin ediyoruz.

"AL"

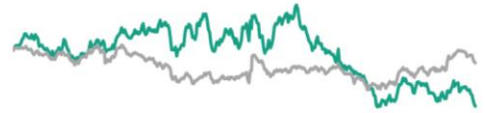
Hedef Fiyat: 65.2 TL

12 Aylık Getiri Potansiyeli %40

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	CİMSA TI
Kapanış (TL/Hisse)	46.50
Piyasa Değeri (milyon TL)	43.970
Piyasa Değeri (milyon avro)	873
Firma Değeri (milyon avro)	1.306
Sermaye (milyon TL)	945.6
Halka Açıklık Oranı (%)	45.00

Tahminler, mn avro	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	766	1.015	1.091
Büyüme (%)	-5.0%	32.5%	7.5%
FAVÖK	151	193	211
Büyüme (%)	5.6%	28.0%	9.3%
Net Kar (mn TL)	2.688	4.466	5.586
Büyüme (%)	-25.0%	66.1%	25.0%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	19.8%	19.0%	19.3%
Net Kar Marjı	9.5%	10.0%	9.5%
Borçluluk			
Net Borç	376	502	464
Net Borç / Favök	2.5x	2.6x	2.2x
Değerleme Çarpanları (TL)			
F/K	15.96	9.49	7.59
FD/FAVÖK	11.84	7.38	5.60



29 Ara 2023	10 Ara 2023	21 Kas 2023	04 Kas 2023	15 Eki 2023	26 Eyl 2023	09 Eyl 2023	21 Ağu 2023	04 Ağu 2023	16 Tem 2023	26 Haz 2023	05 Haz 2023	16 May 2023	28 Nis 2023	08 Nis 2023	18 Mar 2023	27 Şub 2023	10 Şub 2023	22 Oca 2023	03 Oca 2023	16 Ara 2022	27 Kas 2022	08 Kas 2022	21 Eki 2022	13 Eyl 2022	26 Ağu 2022	07 Ağu 2022	19 Tem 2022	01 Tem 2022
-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Analist

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr

Ali Osman Okut

ali.okut@kuveytturkyatirim.com.tr



Sektörel Görünüm

- Çimento, modern inşaat sektörünün temel girdilerinden biri olup altyapıdan konuta, sanayiden ulaşıma kadar geniş bir kullanım alanına sahiptir. Antik dönemlerden bu yana kullanılan çimento, sanayi devrimiyle birlikte bugünkü formuna kavuşmuş ve küresel ölçekte stratejik bir yapı malzemesi haline gelmiştir. Çimento, kireçtaşı ve kil gibi hammaddelerin yüksek sıcaklıkta fırınlanmasıyla elde edilen klinkerin öğütülerek belirli katkı maddeleriyle harmanlanması sonucu üretilir; klinker ise bu süreçte yaklaşık 1.450°C'de pişirilen hammaddelerin kimyasal olarak birleşmesiyle oluşan, çimentonun temel ve bağlayıcı yarı mamulüdür. Günümüzde başlıca gri çimento, beyaz çimento ve kalsiyum alüminat (CAC) olmak üzere farklı türleri bulunmaktadır. Bu çeşitlilik, çimentonun farklı iklim, yapı türü ve mühendislik ihtiyaçlarına uyum sağlamasını mümkün kılmaktadır. Ayrıca çimento, klinker yoğunluğuna göre de Cem-I / Cem-5 aralığında da sınıflandırılmaktadır.
- Artan ekonomik aktivitenin çimento sektörüne etkisi...** Büyüme ve ekonomik aktivitedeki artışın pozitif yansıdığı sektörlerin başında gelen çimento sektörü, geçtiğimiz yıllarda dalgalı bir görünüm göstermiştir. Geride bıraktığımız 5 yıllık periyotta çimento sektörü yüksek faiz ve ekonomik belirsizlik ortamında bir miktar ivme kaybı yaşarken, mevcut ekonomik konjonktürde sektörün öne çıkması için uygun koşullar oluşmaya başlamaktadır. Önümüzdeki dönemde faiz indirim süreci ile beraber ekonomik aktivitedeki artış beklentimizin altını çizerek, bu artışa paralel olarak artan kamu yatırımları ve inşaat / konut talebinin sektörün yönünde belirleyici olmasını bekliyoruz.
- Sektöre ilişkin fırsatlar...** Deprem bölgesi kaynaklı talebin geçtiğimiz dönemde arttığı gözlenmektedir. Bu doğrultudaki çimento talebinin 2025 ve 2026 yıllarında da devam ederken kademeli olarak azalması beklenmektedir. Ayrıca toplu konut projelerinin önümüzdeki süreçte hız kazanması, yurt içi çimento talebini artıracak faktörler arasında yer almaktadır.
- Yurt dışında ise Ukrayna ve Suriye'nin yeniden inşası ve altyapı yatırımları kapsamında sektördeki talebin canlanma içerisinde olduğunu vurguluyoruz. Suriye'de savaşın sona erdiği bölgelerin yeniden inşa sürecinde bölgeye yakın çimento şirketlerinin önemli bir pazar bulabileceğini ve Türk şirketlerinin bölgedeki varlığını ve etkinliğini artırabileceğini düşünüyoruz. İç savaş dönemi öncesinde iki ülke arasındaki ticaret hacmi 2,3 milyar dolar düzeyindeyken, savaş sürecinde dahi Suriye'ye yıllık 1,5 milyon ton çimento ihracatı söz konusu oldu. Bu dönemde yıkılan altyapı ve üstyapının yeniden inşası için 70 milyon tona yakın çimentoya ihtiyaç duyulması bekleniyor. Bu kapsamda lojistik ve stratejik avantajıyla Türk çimentosunun Suriye'nin toparlanma sürecinde etkin rol oynamasını bekliyoruz. Ukrayna tarafında ise Rusya ile barış sağlanması durumunda küresel oyuncuların bu noktada öne çıkabileceğini ve Türkiye'nin de bu noktada pay sahibi olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Ukrayna'nın yeniden inşası sırasında küresel çimento arzının yoğun olarak Ukrayna'ya yönelmesi, diğer pazarlarda çimento fiyatlarını yukarı yönlü etkileyebilir.
- Sektördeki risk faktörleri...** Diğer yandan jeopolitik gerginlikler doğrultusunda küresel ticaretin yavaşlaması, dezenflasyon sürecindeki dalgalanmalar sebebiyle faiz indirim sürecinde yaşanabilecek ivme kayıpları ve enerji fiyatlarında yaşanabilecek yükselişler, sektöre ve sektördeki şirketlerin karlılığına yönelik risk faktörleri olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 1: Küresel Çimento İhracatçıları

2023			2024		
Sıra	Ülke	İhracat (milyon dolar)	Sıra	Ülke	İhracat (milyon dolar)
1	Vietnam	1,544	1	Vietnam	1,361
2	Türkiye	1.263	2	Türkiye	1,095
3	Mısır	773	3	Almanya	684
4	Almanya	689	4	Mısır	634
5	Kanada	566	5	Kanada	575
6	İspanya	482	6	İspanya	447
7	Cezayir	447	7	Endonezya	375
8	Endonezya	405	8	Cezayir	333
9	Belçika	364	9	Belçika	332
10	BAE	338	10	Slovakya	317

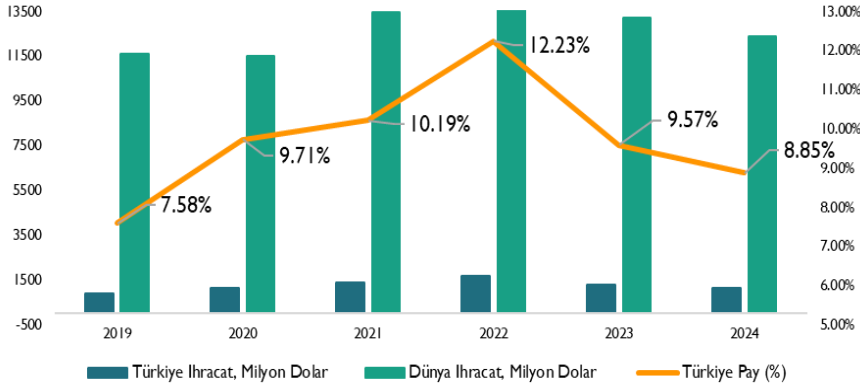
Kaynak: TÜİK, BM COMTRADE, IMSAD, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- Türkiye ihracat noktasında küresel çapta kilit bir oyuncu olarak 2. sırada yer almakta olup, en büyük ihracatçı olarak 1. sırada Vietnam bulunmaktadır. Türkiye'nin pazardaki en büyük ithalatçıları başta ABD olmak üzere İtalya, Suriye ve Doğu Avrupa / Balkan ülkeleri olarak gözlenmektedir. Tonaj bazında ABD'nin çimento ithal ettiği ülkelerde Türkiye'nin ardından 2. ve 3. sırada Kanada ve Vietnam bulunmaktayken, küresel çapta en yüksek çimento talebine sahip olan Çin ise Vietnam çimentosunun en büyük müşterisi konumundadır.



Sektörel Görünüm

Grafik 1: Türkiye'nin Küresel Çimento İhracatındaki Payı



Kaynak: TÜİK, BM COMTRADE, IMSAD, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- Türkiye'nin küresel çimento ihracatındaki payı ise geride bıraktığımız 5 yılda ortalama %9,85 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oran 2019 yılında %7,58 ile 5 yılın en düşük noktasında iken 2022 yılında %12,23 ile tepe noktasına ulaşmıştır. 2024 yılında ise %8,85 seviyesinde kaydedilmiştir.

Tablo 2: Türkiye'nin Çimento İhracat Pazarları

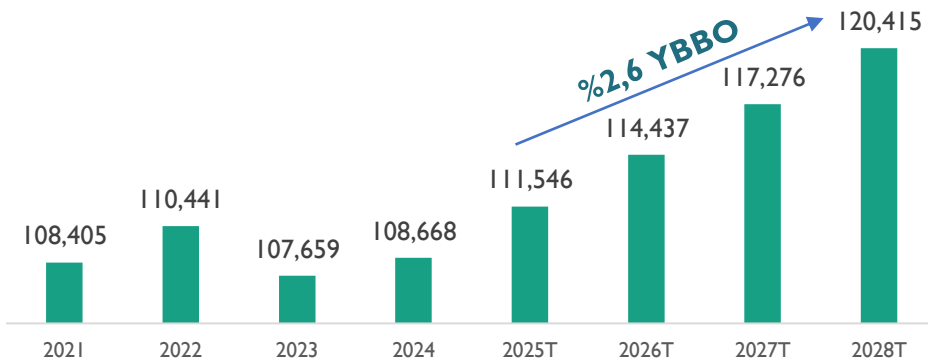
2023			2024		
Sıra	Ülke	İhracat (milyon dolar)	Sıra	Ülke	İhracat, (milyon dolar)
1	ABD	476	1	ABD	397
2	İsrail	174	2	İtalya	78
3	Suriye	63	3	Suriye	74
4	Haiti	44	4	Bulgaristan	41
5	İtalya	41	5	Gürcistan	33
6	Bulgaristan	39	6	Arnavutluk	32
7	Romanya	30	7	Romanya	31
8	İspanya	29	8	KKTC	30
9	Arnavutluk	24	9	Brezilya	23
10	Kanada	22	10	Haiti	23

Kaynak: TÜİK, BM COMTRADE, IMSAD, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- ABD çimento tüketimi 2010 yılından bu yana yaklaşık %55 artmış olup geçtiğimiz yılda 108 milyon metrik ton seviyesine yükselmiştir. Zayıf istihdam görünümü ve düşük talep karşısında Fed'in faiz enstrümanını önümüzdeki dönemde daha etkin kullanması piyasalardaki pozitif beklentileri artırmaktadır. Bu kapsamda ekonomik aktivitenin çimento sektörüne etkisini takip ediyor olacağız. ABD pazarında etkili olan Türk çimento endüstrisinin de bu dönemde artan çimento talebine cevap vermesi ve pazardaki konumunu güçlendirmesi beklenmektedir. Ayrıca 2028 yılına kadar ABD çimento tüketiminin %2,6 YBBO* ile büyümesi tahmin edilmektedir. Diğer yandan ABD'deki çimento tüketiminin ortalama %97,8'ini yüksek klinker oranına sahip portland çimentosu (CEM-I) oluşturmaktadır.

*: Yıllık bileşik büyüme oranı

Grafik 2: ABD Çimento Tüketimi ve Beklentileri (bin metrik ton)



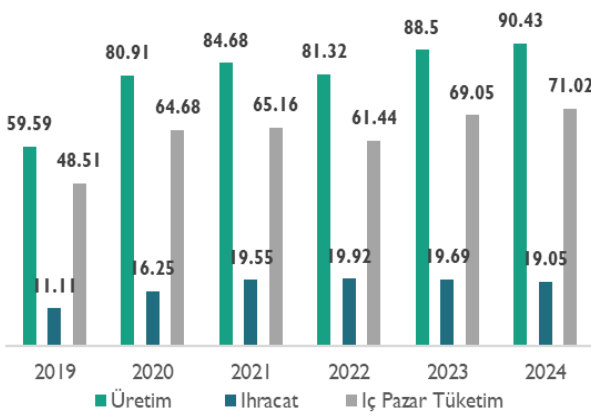
Kaynak: American Cement Association, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Sektörel Görünüm

- Çimento iç satışlarında 2015–2017 döneminde belirgin bir artış, 2018–2019’da ise sert bir daralma görülmektedir. 2017’de toplam iç satış yaklaşık 72,2 milyon ton ile zirveye yakınken, 2019’da bu rakam 48,5 milyon ton seviyesine kadar gerilemiştir. Bu düşüşte özellikle Marmara, Akdeniz ve İç Anadolu bölgelerindeki keskin gerileme dikkat çekmektedir. Daralma ülke geneline yayılmış olsa da ağırlıklı inşaat faaliyetlerinin yoğun olduğu ana bölgelerden kaynaklanmıştır. 2020–2021 döneminde pandemi koşullarına rağmen iç satışlarda kısmi bir toparlanma gözlenmiştir. 2021’de toplam iç satış 65,16 milyon ton ile 2019 dip seviyesinin belirgin şekilde üzerine çıkmıştır. Bölgesel kırılımda Marmara Bölgesi her yıl açık ara en büyük iç pazar konumunu korumakta ve dalgalanmalara rağmen toplam iç satışın omurgasını oluşturmaktadır. Akdeniz ve İç Anadolu ikinci kademe büyük pazarlar olarak Marmara’yı izlerken, Ege ve Karadeniz daha istikrarlı ama görece küçük hacimlerle ilerlemektedir. 2022–2024 döneminde iç satışlar yeniden yukarı yönlü bir trende girmiş olup 2024’te toplam iç satış 71 milyon ton ile tekrar zirve seviyelere yaklaşmıştır. Bu dönemde özellikle Akdeniz, Marmara ve İç Anadolu’da güçlü artış dikkat çekmektedir. Genel tabloya bakıldığında, iç satışlar konjunktüre karşı duyarlı ve dalgalı bir görünüm sergilemesine karşın, uzun vadede Türkiye’nin yapı ve altyapı ihtiyacı nedeniyle yukarı yönlü potansiyelini koruyan bir yapı sergiliyor.

Grafik 3: Çimento İç Pazarı



Kaynak: IMSAD, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- 2Ç/25 döneminde ise çimento üretimi %5,22 artarken klinker üretimi %2,44 artmıştır. Böylelikle çimento üretimi 50,66 milyon tona ulaşırken, iç satışlar yıllık bazda %4,47 artışla 41,55 milyon tona yükselmiştir. Aynı dönemde çimento ihracatı %10,85 artarak 8,92 milyon ton, klinker ihracatı ise %48 artarak 4,24 milyon ton seviyesine yükselmiştir. 2025 yılının 6 aylık verilerine göre iç pazar ve ihracat rakamlarında önemli yükselişler dikkat çekmektedir.
- 2024 yılında gerçekleşen çimento iç satışları bölgesel bazda incelendiğinde Marmara bölgesi %21,5, Akdeniz bölgesi %20,5 ve İç Anadolu bölgesi %18,6 oranla ilk 3 sırada yer almaktadır. İç satışlarda hazır beton ise %47,6 oranla 1. sırada gelmektedir.

- İç satışlarda hazır beton hariç çimento satışında ilk sırada 26,4 milyon ton ile CEM-I tipi çimento gelmektedir. Genel beton uygulamalarında kullanılan CEM-I tipi çimento (Portland çimentosu) en çok tercih edilen çimento türü olup %95-100 klinker oranına sahiptir. Hidratasyon sürecinin hızlı olmasıyla inşaat sürecini kısaltmaktadır. Altyapı, köprü, baraj vb. ürünlerin inşaatında kullanılan CEM-2 (Portland kompoze çimento) ise %65-94 klinker oranına sahiptir ve iç satışlarda 8,7 milyon ton ile ikinci sırada yer almaktadır. CEM-3 (Puzolanik Çimento) ise %45-89 klinker oranıyla 2024 yılında 5 milyon ton satış hacmine sahiptir. Kimyasal etkenlere karşı dayanıklılığıyla altyapı yatırımlarında da tercih edilmekte olup hidratasyon süreci diğer çimento türlerine göre daha yavaş ilerlemektedir.

Tablo 3: Çimento İç Satışları Dağılımı (ton)

2024	Hazır Beton	Bayii	Kamu	İnşaat Şirketleri	Müteahhit	Prefabrik	Diğer	TOPLAM
Marmara	9,250,009	3,408,908	9,061	1,013,531	608,028	367,868	591,449	15,248,855
Ege	2,738,010	1,291,921	270,244	623,754	301,127	253,741	334,867	5,813,663
Akdeniz	5,287,595	6,878,396	25,580	513,402	434,404.0	557,682	827,371	14,524,431
Karadeniz	2,387,852	3,674,539	40,965	94,581	377,524	247,170	490,913	7,313,543
İç Anadolu	7,029,368	2,201,983	17,446	981,869	458,993	1,826,199	716,234	13,232,093
D. Anadolu	2,939,772	2,634,930	15,979	552,654	374,506	358,781	29,822	6,906,445
G.D. Anadolu	4,199,932	2,822,884	67,339	213,174	336,332	305,604	17,780	7,963,043
G. TOPLAM	33,832,538	22,913,561	446,614	3,992,965	2,890,914	3,917,045	3,008,436	71,002,073

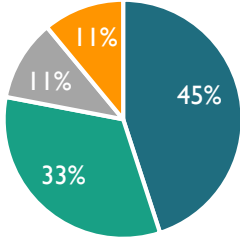
Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Sektörel Görünüm

- İnşaat ve konut sektörleri ile güçlü korelasyon...** Çimento sektörü, inşaat ve konut sektörleri ile kuvvetli bir dirsek temasına sahip olup bu sektörler faiz indirim sürecinden olumlu etkilenecek alanların başında gelmektedir. Faiz indirimleri ile artacak ekonomik aktivite ve kamu/özel sektör yatırım yatkınlığı, bu sektördeki faaliyet hareketliliğini artıracak temel etken olarak öne çıkmaktadır. 2025 yılında inşaat sektörünü tetikleyen etkenler çimento sektörü ile paralel olarak deprem bölgesi alt ve üst yapı, kentsel dönüşüm, kamu yatırımları ve özel sektör inşaat olarak tahmin edilirken, önümüzdeki yılda ise Suriye ve Ukrayna'nın yeniden inşası ve yurt içindeki konut projelerinin hız kazanması sektörün trendini belirleyebilecek faktörler olarak öngörülmektedir.
- İnşaat sektörünün yurt içinde 2025 yıl sonunda %5 reel büyüme ile 3,541 milyar TL'ye yükselmesi beklenirken, 2030 yılına kadar %3,5 YBBO ile 7,632 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir. Ayrıca inşaat sektörünün GSYH içindeki payının %4-5 aralığında korunması beklenirken, alt yapı sektörünün 2030 yılına kadar %2 YBBO ile 2,577 milyar TL olması tahmin edilmektedir.

Grafik 4: İnşaat Sektörü 2025 Projeksiyonu



Kaynak: İMSAD, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜMENİN KAYNAKLARI 2025 ÖNGÖRÜSÜ

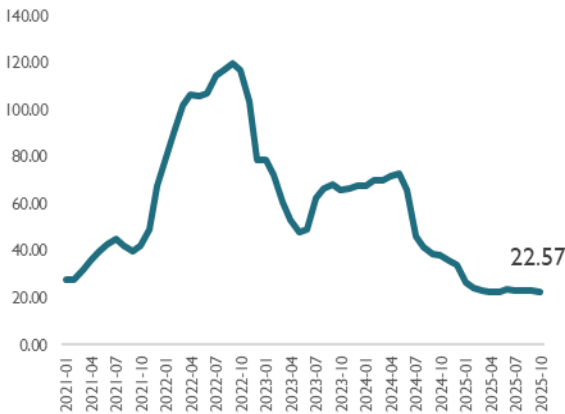
- DEPREM BÖLGESİ ALT VE ÜST YAPI
- KENTSEL DÖNÜŞÜM
- KAMU YATIRIMI
- ÖZEL SEKTÖR İNŞAAT

Tablo 4: İnşaat ve Altyapı Büyüme Öngörülleri

İnşaat ve Altyapı Büyüme Öngörülleri	2021	2022	2023	2024	2025T	2030T
İnşaat Sektörü Değeri (Milyar TL)	367	733	1,458	2,581	3,541	7,632
İnşaat Sektörü Reel Büyümesi (% Yıllık)	0.6	7.1	7.2	9.3	4.9	3.5
İnşaatın GSYH'deki Payı (%)	5.1	4.9	5.5	5.9	5.4	4.6
Altyapı Sektörü Değeri (Milyar TL)	139	292	568	947	1,27	2,577
Altyapı Sektörü Reel Büyümesi (% Yıllık)	4.1	2.2	4.7	3.0	2.6	2.0
Altyapı'nın GSYH'deki Payı (%)	1.9	1.9	2.1	2.2	2.0	1.6

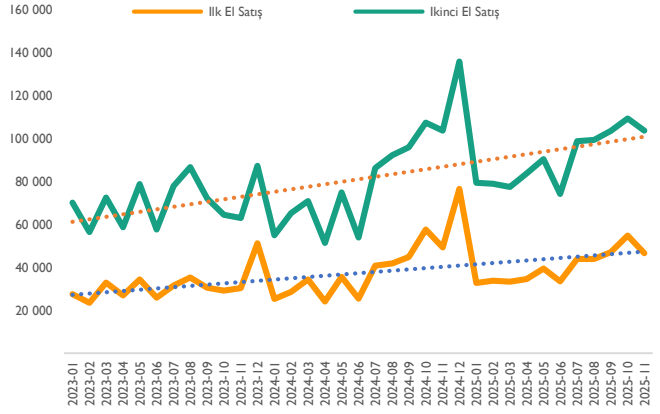
Kaynak: Fitch Solutions, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 5: İnşaat Maliyet Endeksi



Kaynak: TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 6: Konut Satışları



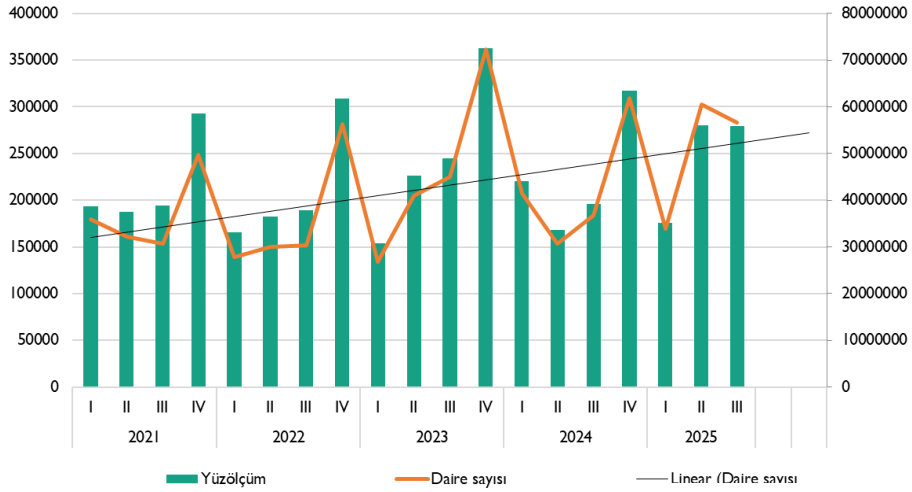
Kaynak: TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Sektörel Görünüm

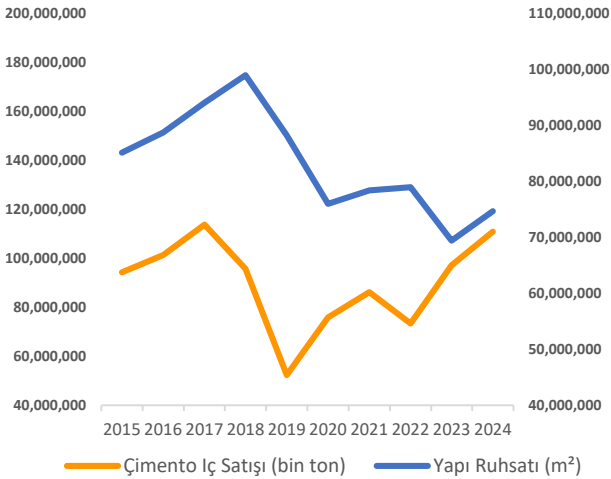
- Diğer yandan inşaat maliyet endeksindeki düşüş devam etmektedir. İnşaat maliyetlerindeki artışın yavaşlaması inşaat ve konut sektörlerindeki karlılığı destekler nitelikte olup geçtiğimiz Ekim ayında inşaat maliyet endeksi 22,57 değerini almıştır. En yüksek değişim oranı 30,49 ile işçilikte gözlenirken malzeme maliyetlerindeki değişim 18,68 olarak kaydedilmiştir.
- Yapı izin istatistikleri ve konut satışları pozitif trendle yoluna devam etmekte olup, faiz indirim süreci ve inşaat maliyetlerindeki düşüşün olumlu görünümü devam ettirmesini öngörüyoruz. Bununla birlikte yapı izin istatistiklerinde ilgili yılların son çeyreklerindeki sezonsal artışın altını çizerek, 2025 yılının 4. çeyreğine ilişkin verilerin de önümüzdeki süreçte belirleyici olabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 7: Yapı İzin İstatistikleri (2021-2025)



Kaynak: TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 8: Yapı Ruhsatı ve Çimento İç Satışı



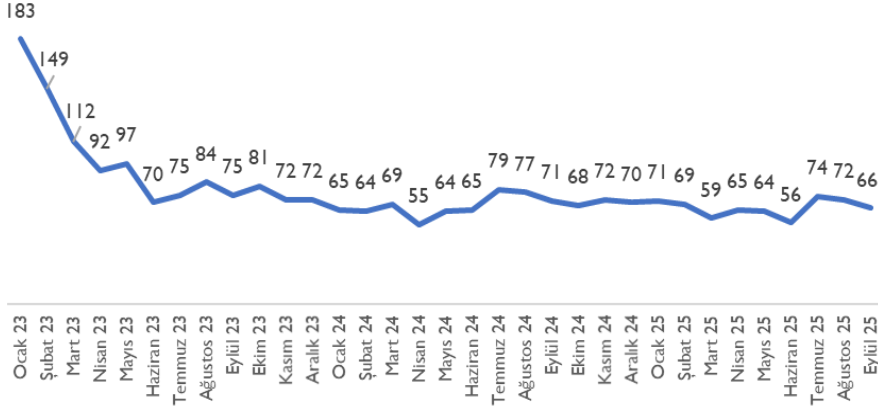
Kaynak: TÜRKÇİMENTO, TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- Yapı ruhsatı verilen toplam yüzölçümü ve çimento iç satışı istatistiklerindeki paralellik, iki sektör arasındaki kuvvetli etkileşimi göstermektedir.
- Geride kalan 10 yılın 8'inde iki istatistiğin aşağı veya yukarı yönlü hareketlerinin aynılık gösterdiği gözlenmektedir.
- Yapı izin istatistiklerinin geride bıraktığımız 4 yıldaki yukarı yönlü hareketi göz önünde bulundurulduğunda, iki veri arasındaki ilişkinin ileriye dönük olacak takipçisi olacağız.

Sektörel Görünüm

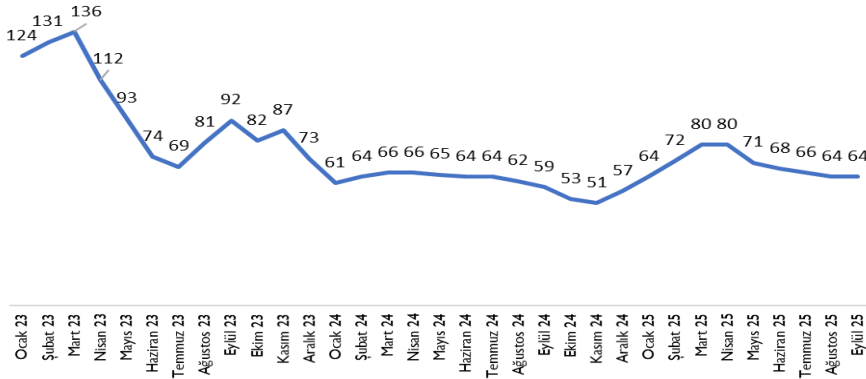
- **Enerji maliyetlerindeki düşüş ile artan karlılık...** Çimento üretim giderleri içerisinde enerji giderleri en yüksek ağırlığa sahip kalem olarak öne çıkmaktadır. Toplam maliyetlerin %40 ila %50'lik dilimini oluşturan enerji giderlerinin, önümüzdeki dönemde şirketlerin karlılığı üzerinde belirleyici olması beklenmektedir. Enerji maliyetleri içerisinde ise petrokok oranı %70-80 aralığındayken, elektrik %20-30'luk dilimini oluşturur.
- Ham maddeden yarı mamul elde edilmesi sürecinde, klinkerleşme için ham maddenin 1,400 – 1500 derece sıcaklıklarda pişirilmesi gerekmektedir. Klinkerleşme sürecinde petrokok yüksek ısıl değeriyle ön plana çıkarken, yarı mamullerin öğütme ve taşınmasında elektrik enerjisinden faydalanılır. Üretim aşamasında yer yer doğalgaz ve fuel oil kullanılsa da maliyet avantajı açısından petrokok ve elektrik yaygın kullanıma daha uygundur.

Grafik 9: Elektrik Fiyatları (Dolar)



Kaynak: ÇİMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 10: Petrokok Fiyatları (Dolar)



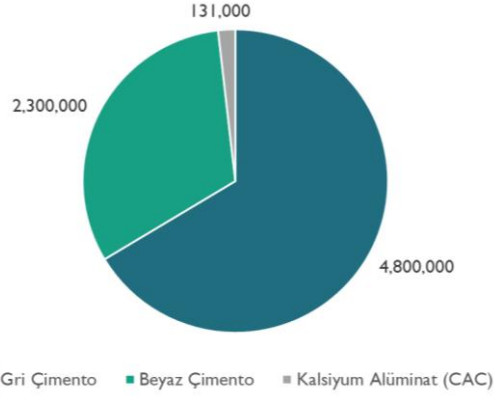
Kaynak: ÇİMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- Maliyetlerin büyük bölümünü oluşturan enerji maliyetleri, 2023 yılından itibaren önemli ölçüde gerileyerek sektördeki şirketlerin karlılığını desteklemektedir. Petrokok fiyatları bu süreçte yaklaşık %50, elektrik fiyatları ise yaklaşık %65 gerilemiştir. Önümüzdeki süreç için beklentiler, enerji maliyetlerinin yatay bir görünüm izlemesi yönündedir.
- Ayrıca çimento sektöründe enerji kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve karbon ayak izinin azaltılması amacıyla alternatif yakıt kullanımı her geçen yıl önemini artırmaktadır. Yüksek ısıl değere sahip lastik vb. atıklar alternatif yakıt olarak değerlendirilmektedir. 2022 yılında enerji tüketiminin %10'u alternatif kaynaklardan elde edilirken bu oran 2024 yılında %12,9'a yükselmiştir.
- Diğer yandan rüzgar ve güneş enerji santrallerine sektörde önemli yatırımlar yapılmaktadır. Bu alandaki yatırımlar uzun vadede elektrik maliyetlerini azaltmayı hedeflerken, çevre kirliliğinin azaltılmasına yönelik olarak önem arz etmektedir. Türkçimento'nun 54 üretim tesisi ile yaptığı araştırmaya göre GES kullanımı 2022 -2024 yılları arasında 40,368 MWh'den 80,601 MWh seviyesine yükselirken RES kullanımı 6,842 MWh'den 75,002 seviyesine yükselmiştir.

Şirket hakkında

- **Griden yeşile, lokalden globale, çimentodan malzeme teknolojilerine...** Sabancı Topluluğu'nun malzeme teknolojileri alanındaki sanayi vizyonunu temsil eden Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Çimsa"), Türkiye merkezli bir üretici olarak başladığı yolculuğunu, stratejik bir eksen değişimiyle küresel boyuta taşımıştır. 1972 yılında temelleri atılan ve hâlihazırda %54,54'lük pay oranıyla Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.'nin ana ortaklığında bulunan şirket, bugün bölgesel bir çimento tedarikçisi olmanın çok ötesine geçerek, Avrupa'dan Amerika'ya uzanan geniş bir coğrafyada, yapı malzemeleri sektörünün global bir aktörü haline gelmiştir.
- 2021 yılı itibarıyla ivme kazanan yapılanma sürecinde Çimsa, rotasını katma değeri yüksek ürünlere çevirmiş ve yurt dışı operasyonlarını "Çimsa Building Solutions B.V. (CBS)" çatısı altında birleştirerek uluslararası ölçeklenebilirliğini artırmıştır. Bu stratejik yol haritasının en kritik hamlelerinden biri, 2024 yılında Mannok Holdings DAC'ın %94,7 hissesinin bünyeye katılması olmuştur. Bu satın alma, Çimsa'nın Avrupa gri çimento ve yapı malzemeleri pazarındaki varlığını perçinleyerek şirketi sektörde çok daha güçlü bir konuma yükseltmiştir.
- **Karlılık odaklı ürün stratejisi...** Çimsa, operasyonel odağını gri çimento, beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimento (CAC) gibi çimento bazlı yapı malzemelerinin üretimi ve pazarlanması üzerine kurgulamıştır.
- Küresel çapta en yüksek satış hacmine sahip olan gri çimento; konut, ticari binalar, sanayi yapıları, yol, köprü, baraj ve altyapı projelerinde standart beton üretiminin ana girdisidir. Daha saf hammaddelerle üretilen beyaz çimento, maliyeti gri çimentoya göre yüksek olup ağırlıklı olarak mimari ve dekoratif uygulamalarda kullanılır. Hızlı şekilde yüksek dayanım kazanan ve ürün grubundaki en maliyetli ürün olan CAC ise yüksek sıcaklığa dayanım gerektiren uygulamalarda, erken yaşta yüksek dayanıklılık istenen tünel, yol ve saha betonlarında ana bağlayıcı olarak kullanılır.
- Şirketin ürün yelpazesinde 4.8 milyon ton kapasite ile gri çimento 1. sırada olup, 2,3 milyon ton kapasite ile beyaz çimento 2. ve CAC ise 131 bin ton kapasite ile 3. sırada yer almaktadır. Karlılık olarak ise CAC en karlı ürün olarak öne çıkarken, beyaz çimento ise 2. sıradadır.
- Şirket, rekabetin yüksek olduğu gri çimento pazarının yanı sıra, özellikle beyaz çimento ve CAC gibi niş, kâr marjı yüksek segmentlerde de küresel bir rekabet üstünlüğü yakalamıştır. Bu doğrultuda şirket küresel çapta beyaz çimentoda 2. sıraya, kalsiyum alüminatta ise 3. sıraya yerleşmiştir.
- Beyaz çimento alanında, Mersin ve İspanya'daki Buñol tesislerinin sağladığı güçle dünyanın en büyük 2. üreticisi unvanını taşıyan Çimsa; yüksek ısı dayanımı ve endüstriyel kullanımda kritik öneme sahip CAC segmentinde ise küresel ölçekte ilk 3 üretici arasında yer almaktadır. Mersin fabrikasında 2024'te tamamlanan ilk faz yatırımıyla CAC üretim kapasitesi 65 bin tondan 131 bin tona çıkarılmış olup, süregelen ikinci faz yatırımını nihayete ermesiyle 2026 yılında bu kapasitenin yaklaşık %50 oranında artırılarak 197 bin tona ulaştırılması hedeflenmektedir.
- Sektördeki çekirdek ürün olması sebebiyle gri çimento, şirketin gelir kompozisyonunda hacimsel ağırlığını korumakla birlikte, ana strateji; satış karmasında beyaz çimento ve CAC'ın ağırlığını artırarak operasyonel kârlılığı optimize etmek ve döviz bazlı gelir akışını güçlendirmektir. Bu yaklaşım, Çimsa'nın piyasa dalgalanmalarına karşı finansal direncini artıran en temel savunma mekanizması olup şirketi katma değerli ürünler konusunda küresel bir oyuncu haline getirmektedir.

Grafik 11: Ürün Dağılımı (Ton)



Kaynak: ÇİMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Görsel 1: Çimsa Eskişehir Fabrikası



Yatırım Teması

- **Güçlü üretim ve lojistik ağı...** Çimsa'nın üretim ve lojistik ağı; stratejik noktalara konuşlanmış entegre fabrikalar, uluslararası üretim üsleri ve liman bağlantılı terminal operasyonlarının hibrit bir yapısından oluşmaktadır. 70'in üzerinde ülkeye satış yapan Çimsa; 6 entegre fabrika, 6 uluslararası terminal, 34 hazır beton tesisi, 2 öğütme tesisi ve 2 AR-GE merkezi ile güçlü bir hinterlanda sahiptir. Bunun yanında Mersin'de devam eden CAC kapasite artırımı ve Eskişehir'de devam eden atık ısı geri kazanımı yatırımlarının da şirketin operasyonlarına güç katması beklenmektedir. Söz konusu yatırımların 2026 yılında hayata geçirilmesi beklenmektedir.
- **Afyon Entegre Çimento Fabrikası:** 1957'de kurulan Afyon Çimento'nun çoğunluk hissesi 2012 yılında Çimsa tarafından devralınmış olup, şirket o tarihten bu yana Çimsa bünyesinde faaliyet göstermektedir. Tesis, modern altyapısıyla yıllık 2,1 milyon ton gri çimento üretim kapasitesine sahiptir.
- Çimsa'nın Türkiye'deki modern yüzünü temsil eden Afyon tesisi, teknolojik donanımıyla en yeni entegre üretim üssü konumundadır. Enerji verimliliği, alternatif yakıt kullanım yetkinliği ve çevresel hassasiyetleri ile şirketin sürdürülebilirlik vizyonunu somutlaştıran tesis, düşük birim maliyet avantajıyla öne çıkmaktadır. İç pazar dinamiklerine hakimiyetinin yanı sıra ihracat potansiyeliyle de rekabet gücünü destekleyen fabrika, enerji ihtiyacının %3'ünü güneş enerjisi santralinden sağlayarak karbon ayak izini minimize etme hedefine doğrudan katkı sunmaktadır.
- **Mersin Entegre Çimento Fabrikası:** Şirketin beyaz çimento ve CAC üretimindeki uzmanlık merkezi olan Mersin tesisi, liman avantajını kullanarak ihracat koridorlarına doğrudan erişim sağlamaktadır. Lojistik maliyetleri optimize eden bu stratejik konum, şirketin döviz endeksli gelir modelinin belkemiğini oluşturmaktadır. Ayrıca gri çimento, beyaz çimento ve CAC üretimi yapılan tesis, bu özelliğiyle Dünya genelinde 3 ürünün de üretiminin yapıldığı tek tesis olma özelliğini taşımaktadır.
- Fabrikanın mevcut durumda yıllık kapasitesi 1,3 milyon ton gri çimento, 1,28 milyon ton beyaz çimento ve 131 bin ton CAC şeklindedir. 2024 kararlaştırılan yatırımla CAC kapasitesi %100 artırılarak 131 bin tona yükseltilmiştir. 2026 yılının 2. çeyreğinde ise 31,75 milyon dolar tutarlı yatırımla CAC kapasitesi %50 daha artırılarak 197 bin ton seviyesine yükseltilecektir. Devam eden kapasite artış projeleriyle Çimsa'nın katma değerli büyüme hikâyesinin merkez üssü olan Mersin, özellikle Avrupa ve Amerika pazarlarına yönelik tedarik zincirinde kilit bir rol üstlenmektedir.
- **Eskişehir Entegre Çimento Fabrikası:** 1,45 milyon ton gri ve 750 bin ton beyaz çimento kapasitesine sahip olan Eskişehir tesisi, Orta Anadolu ve Marmara bölgeleri arasındaki stratejik konumuyla geniş bir hinterlanda hitap etmektedir. Tesis, planlanan atık ısı geri kazanımı ve yenilenebilir enerji yatırımlarıyla enerji giderlerini düşürmeyi hedeflerken, çevresel performans standartlarını da yukarı taşımaya odaklanmaktadır.
- Mevcut durumda güneş enerji santrali ile enerji ihtiyacının %14'ü karşılanmaktadır. Hayata geçirilecek olan proje ile yıllık 40.000 MWH enerji üretilmesi hedeflenirken bu miktar 13 bin hanenin yıllık elektrik tüketimine tekabül etmektedir. Böylelikle ilgili fabrikanın elektrik tüketiminin %25'inin atık ısı geri kazanımıyla sağlanması hedeflenmektedir. Ayrıca tamamlanacak yatırımla yılda 19 bin ton karbon emisyonu azaltarak iklim krizi karşısında kayda değer bir adım atmaktadır.

Görsel 2: Çimsa Afyon Fabrikası



Görsel 3: Çimsa Mersin Fabrikası



Yatırım Teması

- **Yurt dışında yüksek katma değerli büyüme hikayesi...** Çimsa, Ekim 2025'te ABD'de faaliyete geçirilen fabrikası ve 2024 yılında Mannok Holdings'i bünyesine katmasıyla küresel çapta operasyonlarını önemli ölçüde genişletmiştir. Bu doğrultuda ABD ve Birleşik Krallık pazarlarında etkinliğini artırmayı amaçlayan şirket, 2019 yılında İspanya'da satın aldığı Buñol tesisi ile beyaz çimento ağını güçlendirmiştir.
- **Buñol Beyaz Çimento Tesisi (İspanya):** Çimsa'nın Avrupa kıtasındaki amiral gemisi olan Buñol, 2019 yılında Cemex şirketinden satın alınmıştır. İspanya'nın Valencia kentinde yer alan tesis, İspanya'nın deniz ticaretinde önemli role sahip olan Valencia limanına 40 km mesafededir. Yıllık yaklaşık 600 bin tonluk beyaz klinker kapasitesiyle şirketin beyaz çimento kapasitesi ilgili dönemde %40 artmış olup bu durum Çimsa'yı beyaz çimento üreticileri arasında zirveye taşıyan en önemli etkenlerden biridir. Avrupa'nın önde gelen beyaz çimento tesisleri arasında yer alan Buñol, yenilenebilir enerji entegrasyonu ve yüksek oranda alternatif yakıt kullanımıyla çevresel regülasyonlara uyum konusunda da sektörüne öncülük etmektedir. Fabrika bünyesindeki güneş enerji santraliyle, fabrikanın enerji ihtiyacının %18'i karşılanmaktadır.

Görsel 4: Çimsa Öğütme Tesisi / Teksas, ABD



- **ABD Öğütme ve Dağıtım Tesisleri:** Türk çimentosunun en büyük müşterisi olan Amerika pazarındaki derinliğini artırmayı amaçlayan Çimsa, buradaki varlığını 82 milyon dolarlık yatırımla hayata geçirilen beyaz ve gri çimento öğütme tesisleri ve liman terminaleri ile güçlendirmektedir.
- 2025 yılı Ekim ayında ABD'nin Texas eyaletinde devreye alınan, yıllık 600 bin ton gri çimento ve 300 bin ton beyaz çimento kapasiteli öğütme tesisi, şirketin döviz bazlı gelir yaratma stratejisinin sahadaki en somut yansımasıdır. Stratejik lokasyonu bu tesis, hem navlun maliyetlerini düşürerek operasyonel karlılığı desteklerken hem de transit süresini kısaltarak şirkete kıtalararası faaliyetlerinde esneklik kazandırmaktadır. Bu tesiste üretim kapasitesinin tamamına yakınının ciroya dönüşmesi beklenirken, 2026 yılı itibarıyla şirketin finansallarında 'Çimsa Americas' etkisinin görülmesi beklenmektedir.

Tablo 5: Türkiye – ABD Denizyolu Nakliye Süresi

Türkiye Liman Çıkışı	ABD Giriş Limanı	Tahmini Denizyolu Nakliye Süresi
Mersin / İzmir / Gemlik	New York / New Jersey	18-24 gün
İstanbul (Ambarlı)	Charleston / Savannah	22-28 gün
Mersin / İskenderun	Houston / New Orleans	26-32 gün
İzmir / Aliğa	Los Angeles / Long Beach	30-40 gün (Panama geçişi)

Kaynak: Ticaret Bakanlığı, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Tablo 6: Navlun Maliyetleri (dolar)

Rota	40' DC Konteyner Navlun (dolar)*
Mersin - New York	4,500 - 6,000
İzmir - Houston	5,500 - 6,800
İstanbul - Los Angeles	6,800 - 8,500

* : 1 adet 40 feet'lik standart konteynerin taşıma ücreti

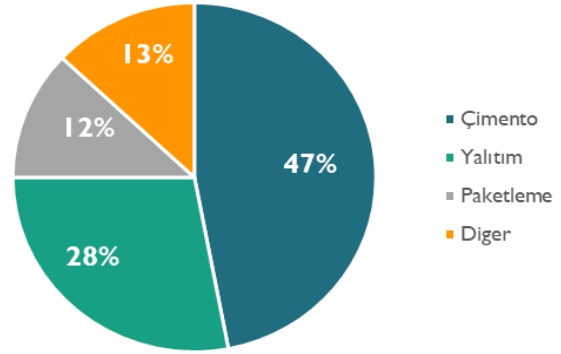
Kaynak: Ticaret Bakanlığı, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- ABD'de Teksas ve Florida gibi nüfusu hızla artan ve inşaat faaliyetlerinin yoğun olduğu eyaletler, bölgedeki üretim kapasitesinin güçlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Güneybatı bölgesi, artan göç ve nüfus artışıyla öne çıkarken, bu demografik genişleme söz konusu bölgeyi ülkenin en kalabalık alanlarından biri hâline getirmiştir. Bu yapı, üreticilerin nihai tüketicilere daha hızlı ve etkin ulaşmasını sağlamakta, lojistik ve dağıtım süreçlerine önemli avantajlar sunmaktadır. Ayrıca, sektör açısından önemli bir ihracat pazarı olan Meksika'ya olan coğrafi yakınlık, bölgenin dış ticaret potansiyelini daha da güçlendirmektedir.

Yatırım Teması

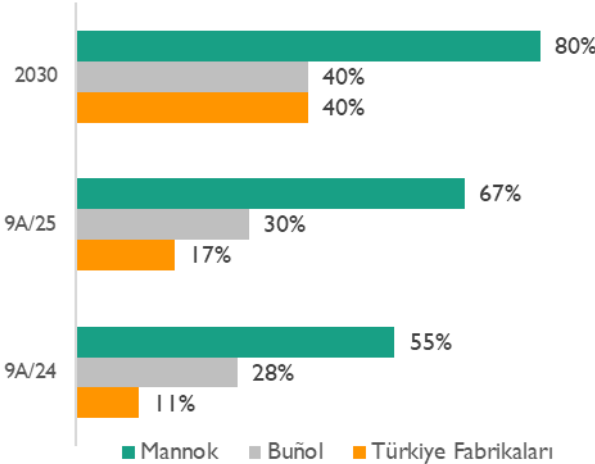
- **Mannok Operasyonları (İrlanda & Birleşik Krallık):** Ekim 2024'te paylarının %94,7'si Çimsa tarafından satın alınan Mannok Holdings DAC, şirketin "yerel gri çimento üreticisinden küresel yapı malzemeleri oyuncusuna dönüşüm" stratejisinin en somut ve ölçekli adımı olarak öne çıkmaktadır. İrlanda ve Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren Mannok; çimento, yalıtım, yapı malzemeleri ve plastik ambalaj ürünlerini kapsayan entegre yapısı ile yalnızca coğrafi çeşitlilik değil, aynı zamanda ürün bazlı bir genişleme de sağlamaktadır.
- 2024 itibarıyla yaklaşık 299,1 milyon Avro net satış ve %20.2 FAVÖK marjı üreten Mannok, Çimsa'nın konsolide kârlılığına yukarı yönlü katkı sağlayabilecek olgun ve nakit üretme kapasitesi yüksek bir varlık profiline sahiptir. Satın alımın stratejik önemini artıran bir diğer unsur, gelir kompozisyonundaki döviz bazlı payı belirgin şekilde yükseltmesidir. Mannok'un finansalları Bu kapsamda 2023 sonu itibarıyla konsolide edilmiş olsaydı, Çimsa'nın toplam gelirleri içindeki yabancı para payı %60'tan %71 seviyesine yükseliyor olacaktı. Özellikle İrlanda ve Birleşik Krallık pazarlarının istikrarlı çimento tüketimi ve kamu altyapı yatırımlarının desteklediği talep görünümü, bu katkının sürdürülebilirliğini güçlendirmektedir.
- Operasyonel tarafta Mannok, İrlanda Adası'nda ikinci en büyük klinker kapasitesine sahip oyuncu konumunda olup; sınır bölgesinde kümelenmiş ana tesisleri, Warrenpoint ve Rochester'daki dökme çimento depolama terminaleri ve güçlü lojistik ağı sayesinde arz-talep dengesini etkin şekilde yönetebilen bir yapıya sahiptir. Bu sinerji, yalnızca kapasite artışı değil, teslimat sürelerinde kısalma ve müşteri portföyünde derinleşme anlamına da gelmektedir.
- **Suriye ve Ukrayna'nın yeniden inşasında Çimsa'nın konumu:** Suriye'de iç savaşın sona ermesiyle alt ve üst yapı talebinde artış gözlenirken, Çimsa'nın Suriye'ye yaptığı çimento satışı savaş sonrasında 3,5 katına çıkmıştır. Çimsa tarafından hem gri hem beyaz çimento ihraç edilmektedir. Böylelikle şirket, Suriye'nin yeniden inşası kapsamındaki fırsatları değerlendirirken katma değerli ürün stratejisini de korumuştur. Ayrıca şirket Ukrayna'nın yeniden inşasının gündeme gelmesi durumunda bölgedeki fırsatları yakından takip edecek olup, küresel çimento arzının yoğun olarak Ukrayna'ya yönelmesi ile çimento fiyatlarında artış yaşanması durumunda da dolaylı yoldan pozitif etkilenebilir.

Grafik 12: Mannok Ürün Bazlı Gelir Dağılımı (%)



Kaynak: CIMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 13: Alternatif yakıt kullanımı



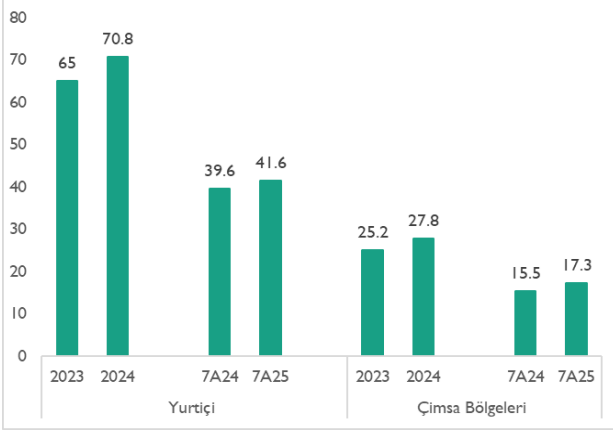
Kaynak: CIMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

- **Artan alternatif yakıt kullanımı...** Üretim tesislerine entegre ettiği yenilenebilir enerji santralleriyle elektrik ihtiyacının önemli kısmını karşılayan Çimsa, artan alternatif yakıt kullanımıyla da maliyet kalemlerini optimize etmektedir.
- Şirket bu kapsamda alternatif yakıt kullanımını Türkiye fabrikalarında %17 ve %30 seviyelerine yükseltirken, Mannok bünyesindeki tesislerde bu oran %67'ye ulaşmıştır.
- 2023 yılında yurt içi üretim tesislerinde ve Buñol fabrikasında %40, Mannok fabrikalarında ise %80 oranla alternatif yakıt kullanılması hedeflenmektedir.

Yatırım Teması

- Şirketin hasılatına ilişkin projeksiyonumuz, iç pazar talebindeki toparlanma ve Mannok Holdings satın alımının etkisini göstermesiyle 2025 yılında güçlü bir sıçramaya işaret etmektedir. Özellikle 2024 yılında satın alınan Mannok operasyonlarının etkisiyle şirketin hasılatının 2025 yılında %32,5'lik bir artışla 1,015 milyon avroya ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca geçtiğimiz Ekim ayında Amerika'da faaliyetlerine başlayan öğütme tesisinin de 2026 yılı finansallarında etkilerini göreceğimizi belirtirken, aynı yıl hasılatta %7,5'lik bir artış öngörüyoruz. Böylelikle şirketin hasılatının sürdürülebilir büyüme ile 2030 yılında 1,217 milyon avro ve 2034 yılında 1,344 milyon avro seviyelerine yükselmesini bekliyoruz.

Grafik 14: Çimento Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: CIMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

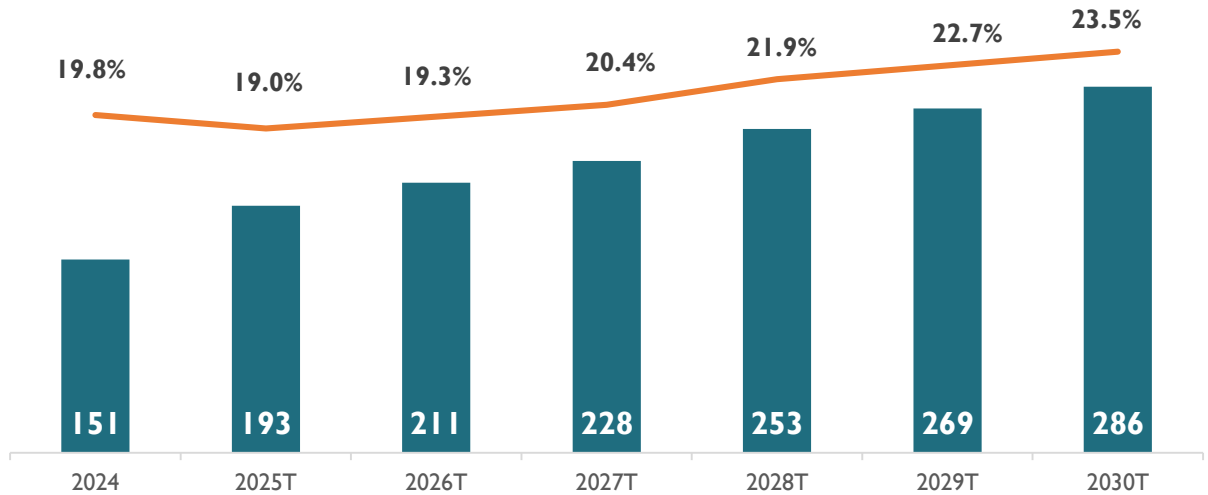
- 2024 yılında 151 milyon avro olan FAVÖK'ün, 2025'te Mannok katkısının da devreye girmesiyle 193 milyon avroya yükselmesi ve 2030 itibarıyla 286 milyon avro seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Aynı dönemde FAVÖK marjının 2025 yılında bir miktar geri çekilme ile 19.0% seviyesine gerilemesini, sonrasında kademeli olarak 23,5% seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu noktada enerji maliyetlerindeki düşük seyrin korunması ve yenilenebilir enerji kullanımının artması ile beyaz çimento ve CAC gibi yüksek marjlı ürünlerin payının artmasının belirleyici olacağını düşünüyoruz. Diğer yandan Amerika'da faaliyete geçen öğütme tesisinin önemli pazarlara yakın stratejik konumu ve navlun maliyetlerindeki avantajı ile şirketin karlılığında destekleyici olmasını bekliyoruz.

Tablo 7: Hasılat (milyon avro) & Hasılat Büyümesi (%)

	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	766	1,015	1,091	1,117	1,154	1,185	1,217
Büyüme (%)	-5%	32.5%	7.5%	2.4%	3.3%	2.7%	2.7%

Kaynak: CIMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminleri

Grafik 15: FAVÖK (milyon avro) & FAVÖK Marjı (%)

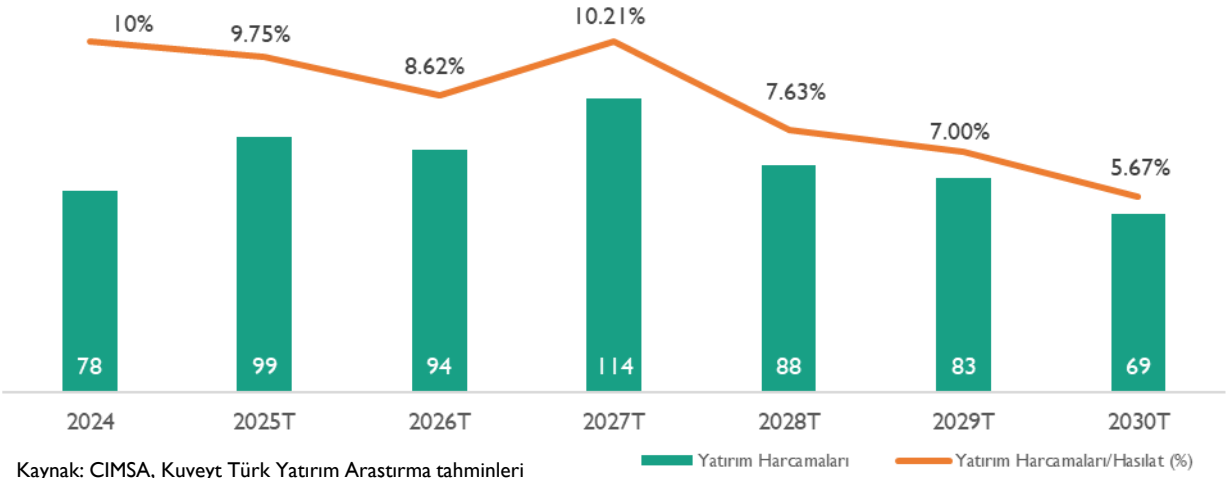


Kaynak: CIMSA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminleri

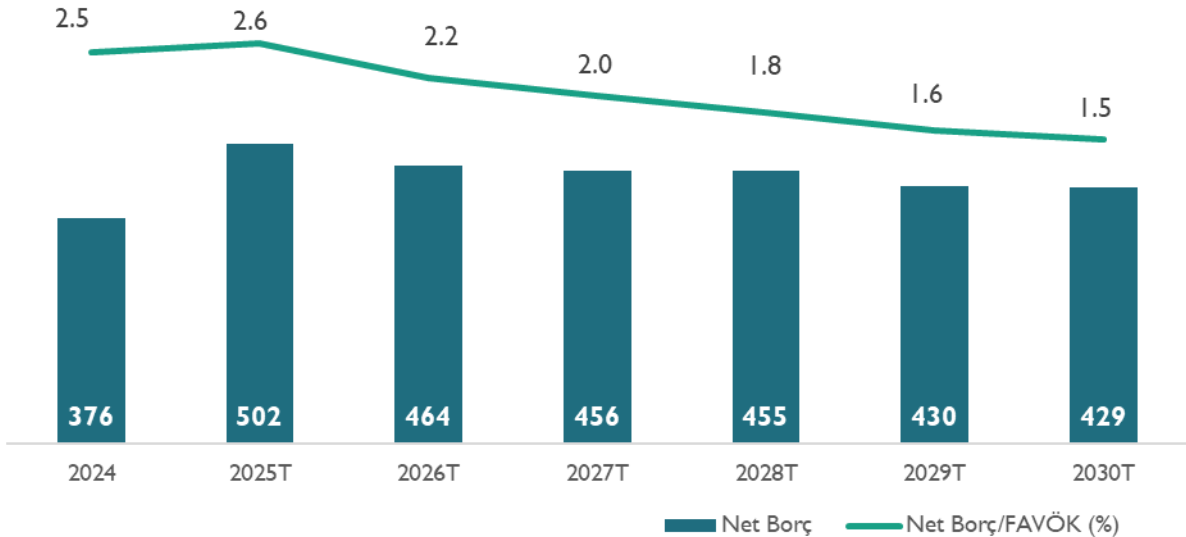
Yatırım Teması

- Yatırım harcamaları cephesinde 2024–2027 dönemindeki artış dikkat çekmektedir. Son olarak Mersin Fabrikası'nda devam eden Kalsiyum Aluminat (CAC) kapasite artırım yatırımının da tamamlanmasıyla şirketin yatırım harcamalarında 2027 sonrasında kademeli olarak geri çekilme öngörüyoruz. 2027 yılında 114 milyon avroya kadar çıkan yatırım harcamalarının hasılatı oranı %10,21 seviyesine ulaşırken, takip eden yıllarda bu oranın devam eden süreçte %5,6 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.
- 2024 yılı itibarıyla 376 milyon avro seviyesinde bulunan net borcun 2025 yılında 502 milyon avroya yükselmesini ve devam eden periyotta 400-450 milyon avro bandında yatay seyretmesini bekliyoruz. Net borç / FAVÖK tarafında ise 2025'te 2,6x seviyesine yükseldikten sonra, 2026 itibarıyla 2,2x'e gerilemesini ve 2030 yılında 1,5x seviyesine kadar düşmesini tahmin ediyoruz. Net borç 2025 sonrasında mutlak tutar olarak yatay seyrederken FAVÖK'teki güçlü artışın bu noktada belirleyici olmasını bekliyoruz.

Grafik 16: Yatırım Harcamaları (milyon avro) & Yatırım Harcamaları / Hasılat (%)



Grafik 17: Net Borç (milyon avro) & Net Borç / FAVÖK (%)



Değerleme Özeti

CIMSA'nın değerlemesinde avro bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi kullandık.

- 2025-2034 dönemini kapsayan projeksiyonumuz için, net satış gelirlerinin yaklaşık %2'lik ortalama büyüme ile büyüyeceğini tahmin ediyoruz.
- 2024'te %19,8 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının, karlılık odaklı ürün portföyü ve yurt dışı faaliyetlerinin etkisiyle 2030 yılına kadar %23,5 seviyesine yükselmesini, ardından 2034 yılına kadar olan süreçte yatay bir görünüm sergilemesini bekliyoruz.

Çimsa için 12 ay ileri hedef piyasa değerimiz yaklaşık 652 milyon avrodur. Bu, hisse başına 1,21 avroya denk gelmekte olup avro bazında yükseliş potansiyeli yaklaşık %31'e işaret etmektedir.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre, 2026 yılı ortalama EUR/TRY tahminimiz 53.9 TL olup, Çimsa için TL bazında 12 ay ileri hedef fiyatımız hisse başına 65.2 TL ve yükseliş potansiyeli %40'tır.

Tablo 8: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon avro)	
Metot	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	652
Özsermaye Değeri	1.143
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	945
Hisse Başı Hedef Fiyat (EUR)	1.21
2026 ortalama EUR/TRY	53.90
Hisse Başı 12 Aylık Hedef Fiyat	65.20
Son Kapanış (31.12.2025)	46.50
Yükseliş Potansiyeli	40.00%



İndirgenmiş Nakit Akımlar Analizi

2025–2033 yıllarını kapsayan avro bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde, risksiz faiz oranını 2025 yılı için %7,50 alıp 2032 yılı ve sonrası için %7 seviyesine yaklaştırıyoruz. Hisse senedi risk primini %7,0 ve hisse betasını 0,7x olarak belirleyerek ortalama %12,5 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Borçlanma maliyetinin ise 2025 yılında %8,00 seviyesinde hesaplıyor, borç ağırlığının ise %40 seviyesinde yatay seyredeceğini tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) 2025-2034 tahmini projeksiyonumuz için ortalama %10,4 düzeyinde hesaplıyor ve %2'lik uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Tablo 9: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) (milyon avro)

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Hasılat	1015	1091	1117	1154	1185	1217	1249	1280	1312	1344
Büyüme (%)	30,8	2,0	2,4	3,3	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4
FAVÖK	193	211	228	253	269	286	293	301	295	310
FAVÖK Marjı (%)	19.00%	19.34%	20.41%	21.92%	22.70%	23.50%	23.46%	23.52%	22.48%	23.07%
Vergi	-41	-45	-48	-53	-56	-60	-61	-63	-62	-65
Yatırım Harcamaları	-99	-94	-114	-88	-83	-69	-70	-73	-76	-70
Yatırım Harcamaları / Satış	-9.75%	-8.62%	-10.21%	-7.63%	-7.00%	-5.67%	-5.60%	-5.70%	-5.79%	-5.21%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-43	-1	-1	0	2	2	2	2	2	2
Serbest Nakit Akışı	10	71	67	112	132	159	164	167	159	177
SNA/Satış	0.99%	6.51%	6.00%	9.71%	11.14%	13.06%	13.13%	13.05%	12.12%	13.17%
AOSM	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%9,5	%9,5	%9,5
Bugüne İndirgenmiş Nakit	9	58	50	75	79	86	80	74	64	65
Firma Değeri	1306 Mn avro									
Terminal Büyüme Oranı	2%									
Terminal Değer	913 Mn avro									
Toplam Firma Değeri	1,565 Mn avro									
Net Borç (-)	(-) 422 Mn avro									
Özsermaye Değeri	1,143 Mn avro									

Tablo 10: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM - WACC Hesabı

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Risksiz Faiz Oranı (Euro)	%7,50	%7,50	%7,50	%7,50	%7,50	%7,50	%7,50	7.00%	7.00%	7.00%
Hisse Senedi Risk Primi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	6.00%	6.00%
Beta	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Özkaynak Maliyeti	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.30%	12.30%	12.30%	12.30%
Borçlanma Maliyeti (Euro)	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Sermaye Oranı	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Borç Oranı	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
WACC	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%9,5	%9,5	%9,5



Özet Gelir Tablosu

milyon TL	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	29.604	28.151	44.660	58.805	67.914	81.011
Brüt Kar	5.818	6.044	11.165	14.701	17.658	21.873
Brüt Kar Marjı (%)	19.7%	21.5%	25.0%	25.0%	26.0%	27.0%
Operasyonel Giderler	-2.177	-2.917	-2.677	-3.328	-3.796	-4.113
FAVÖK	5.284	5.086	8.492	11.373	13.862	17.76
FAVÖK Marjı (%)	17.8%	18.1%	19.0%	19.3%	20.4%	21.9%
Amortisman	1.644	1.959	1.563	2.058	2.377	2.835
Net Finansman Gelir/Gide	-1.280	171	-974	-1.866	-2.883	-4.123
Vergi Öncesi Kar	4.241	3.905	5.955	7.449	8.602	10.801
Vergi	204	-850	-1.489	-1.862	-2.151	-2.700
Net Kar	3.596	2.688	4.466	5.586	6.452	8.801



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
KIDEMLİ UZMAN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
KIDEMLİ UZMAN
Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.

