

Sağlam Temeller, Güçlü Gelecek

OYAK Çimento'yu yaygın ve yüksek üretim ağı, finansal yapısı ve güçlü ortaklık yapısı nedeniyle beğeniyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 30,70 TL olup %43 getiri potansiyeline işaret etmektedir. 23 Eylül 2025 tarihinde model portföye eklediğimiz hisse için endeks üzeri getiri önerimizi sürdürüyoruz.

Türkiye çimento sektörünün köklü kuruluşlarının birleşmesiyle oluşan OYAK Çimento, 24 milyon tonluk kurulu kapasitesi ile ülkenin en büyük üreticisi olarak konumlanmıştır. Yıllar içerisinde kamu ve özel sektörün büyük altyapı projelerinde kilit tedarikçi rolü üstlenmiş, 6 coğrafi bölgeye yayılan üretim ağı ve 7 bölgeyi kapsayan dağıtım sistemi sayesinde Türkiye pazarında istikrarlı bir iş geçmişi oluşturmuştur. Şirketin Tayvanlı TCC Group Holdings ortaklığı ve kardeş şirketler topluluğunun çatı markası CIMPOR'un Avrupa ve Afrika'daki faaliyetleri sayesinde güçlü bir ihracat ağına ve küresel varlığa sahip olunmuş, bu da operasyonel kapasitenin önemli ölçüde artmasını sağlamıştır.

OYAK Çimento'nun OYAK Beton'u da içeren dikey entegre yapısı, grubun nihai tüketiciye kadar uzanan değer zincirini büyük ölçüde kendi kaynaklarıyla yönetmesine olanak tanımaktadır. Bu yapı, üretilen çimento için güçlü ve yaygın bir satış kanalı yaratarak satış hacimlerini desteklemekte ve şirkete operasyonel dayanıklılık kazandırmaktadır.

Finansal açıdan şirket, güçlü karlılık üretme kapasitesini sürdürmektedir. 2025 yılı 3. çeyrek sonu itibarıyla Şirket'in 12,180 milyon TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesi uygulanmış finansallara göre 2022–2024 döneminde gelirlerini %8,1 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) ile artıran şirketin, 2025-2030 tahmin döneminde de %17,9 YBBO ile istikrarlı büyümesini sürdüreceğini öngörmekteyiz. Özellikle Türkiye'nin kentsel dönüşüm gündemi ve kamu kaynaklı altyapı yatırımlarının büyüme trendini destekleyeceğini öngörüyoruz. Bu yurt içi odaklı temel senaryoya ek olarak, değerlendirme modelimizde henüz yer vermemekle birlikte, uzun vadede 'yukarı yönlü' potansiyel yaratabilecek bir katalisti de not ediyoruz. Yakın coğrafyada (örneğin Suriye ve Ukrayna) jeopolitik istikrarın sağlanması ve kapsamlı yeniden inşa süreçlerinin başlaması durumunda, şirketin ülke çapındaki yaygın lojistik ağı ve güçlü finansal yapısı, bu yeni pazarlarda rol alınması için ek bir büyüme fırsatı yaratma potansiyeline sahiptir.

OYAK Çimento, güçlü bilançosu, sektördeki lider konumu ve TCC ortaklığının getirdiği küresel avantajlarla öne çıkmaktadır. Karlılık üzerindeki mevcut ve geçici baskılara rağmen, şirketin uzun vadeli stratejik konumlanması ve pazar konsolidasyonu potansiyeli, yatırımcılara büyüme, operasyonel verimlilik ve değer açısından olumlu bir görünüm sunmaktadır.

43% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	OYAK T1
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	21,42
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	30,70
Getiri Potansiyeli	43,3%
Fiili Dolaşım Oranı	19,9%
Piyasa Değeri, milyon TL	104.137
Piyasa Değeri, milyon \$	2.465
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,7%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,4%
Yabancı Yatırımcı Oranı	4,7%
Emeklilik Fonları Oranı	0,9%
Yatırım Fonları Oranı	1,3%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 18 Kasım itibarıyla

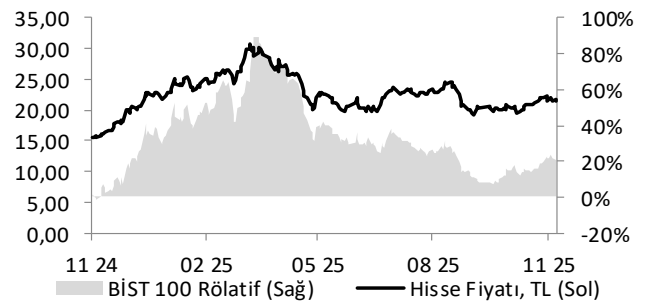
Finansallar, Milyon \$	2024	2025T	2026T	2027T
Gelirler	55.729	57.741	69.361	81.260
Gelir Büyümesi	0,2%	3,6%	20,1%	17,2%
Brüt Kâr	15.844	15.590	19.074	22.753
Brüt Kâr Marjı	28,4%	27,0%	27,5%	28,0%
Esas Faaliyet Karı	12.692	11.895	14.913	18.284
FAVÖK	15.984	14.923	18.357	22.216
FAVÖK Marjı	28,7%	25,8%	26,5%	27,3%
Net Kâr	8.990	8.739	11.731	14.798
Net Kâr Büyümesi	-38,9%	-2,8%	34,2%	26,1%
Net Kâr Marjı	16,1%	15,1%	16,9%	18,2%
Net Borç	-10.293	-12.283	-14.855	-18.926
Net Borç / FAVÖK	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9
F/K	11,7	12,0	9,0	7,2
FD/FAVÖK	6,5	6,2	5,0	4,0

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran (%)
TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V.	3.891	80,05%
Halka Açık Kısım	969	19,95%
Toplam	4.860	

Kaynak: Finnet

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	9,5%	-8,7%	-5,2%	35,5%
Rölaf	4,2%	-7,0%	-14,6%	18,7%
İşlem Hacmi milyon \$	17,7	17,0	16,1	16,5

Kaynak: BIST, Finnet

Anıl Eren ÖZTÜRK

anil.ozturk@phillipcapital.com.tr

Banu DİRİM

banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Özet Finansallar - (mn TL)

Finansal Veriler (mn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro	55.729	57.741	69.361	81.260
Ciro Büyümesi	0,2%	3,6%	20,1%	17,2%
Brüt Kâr	15.844	15.590	19074	22.753
Brüt Kâr Marjı	28,4%	27,0%	27,5%	28,0%
Esas Faaliyet Karı	12.692	11.895	14913	18.284
FAVÖK	15.984	14.923	18.357	22.216
FAVÖK Büyümesi	-5,5%	-6,6%	23,0%	21,0%
FAVÖK Marjı	28,7%	25,8%	26,5%	27,3%
Vergi Öncesi Kâr	13.969	11.652	15641	19.730
Vergi Gideri	4.979	2.913	3910	4.933
Net Kâr	8.990	8.739	11731	14.798
Net Kâr Büyümesi	-39%	-2,8%	34,2%	26,1%
Net Kâr Marjı	16,1%	15,1%	16,9%	18,2%
Net Borç	-10.293	-12.283	-14.855	-18.926
Net İşletme Sermayesi	9.134	9.512	10.493	11.481
F/K	14,6	12,03	8,96	7,2
FD/FAVÖK	8,4	6,17	4,98	4,0
Özkaynak Kârlılığı	12%	14%	17%	20%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Bilanço (mn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	28.403	36.277	43.207	51.241
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.968	11.471	13.958	18.006
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	8.703	9.338	10.837	12.362
Stoklar	8.042	8.408	9.756	11.190
Diğer Dönen Varlıklar	172	221	266	306
Duran Varlıklar	42.386	45.770	48.451	51.075
Toplam Varlıklar	70.788	82.047	91.658	102.317
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.030	14.743	17.472	20.068
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.535	4.837	5.854	6.518
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	57.223	62.466	68.332	75.731
Ödenmiş Sermaye	4.862	4.862	4.862	4.862
Net Dönem Kârı/Zararı (Ana Ortaklık)	8.990	8.739	11.731	14.798
Toplam Kaynaklar	70.788	82.047	91.658	102.317

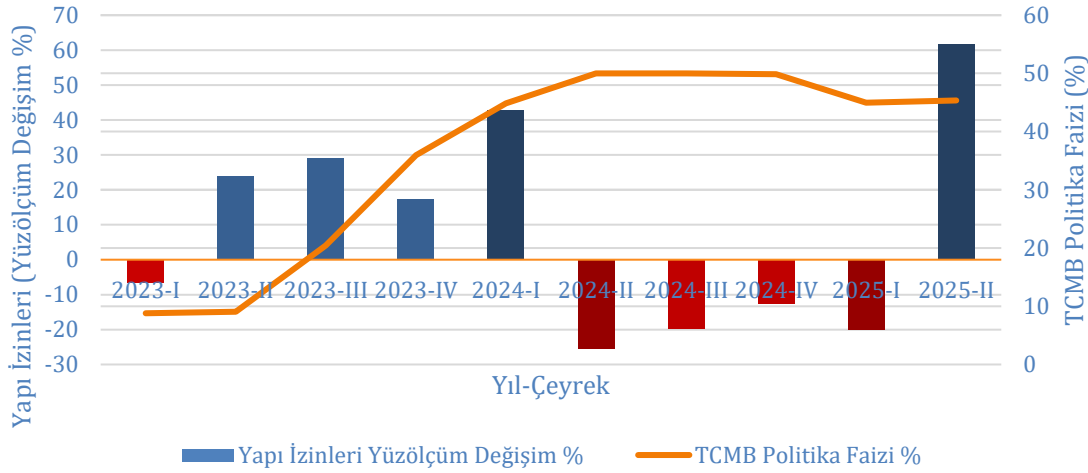
Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Sektörel Görünüm

Makroekonomik Çerçeve:

2026-2028 döneminde inşaat sektörünün kaderini belirleyecek en önemli faktörlerden biri, TCMB'nin para politikasının izleyeceği yoldur. TCMB'nin, uzun süreli sıkılaşma döneminin ardından Temmuz 2025'te politika faizini %46'dan %43'e, Eylül 2025'te %40,5'e ve Ekim 2025'te %39,5'e indirmesi, piyasalar için politika yönü açısından önemli bir sinyal olmuştur.

Yapı İzinleri Yüzölçüm Değişimi ve TCMB Politika Faizi (2023 - 2025)



Kaynak: TÜİK, Merkez Bankası

Ancak, Para Politikası Kurulu karar metinlerinde de belirtildiği gibi, fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı duruşun sürdürüleceği ve atılacak adımların ihtiyatlı olacağı vurgulanmıştır. Bu durum, dezenflasyon sürecinin hassasiyeti nedeniyle kredi maliyetlerindeki düşüşün yavaş ve kademeli olacağına işaret etmektedir. Bu yaklaşım, hükümetin güncel OVP'de belirlediği 2026 yıl sonu için %16, 2027 için %9 ve 2028 için %8'lik enflasyon hedefleriyle de tutarlıdır.

Bu makroekonomik çerçeve, özel sektör talebinin canlanmasının zaman alacağını göstermektedir. Faiz oranlarının ötesinde, yıllardır devam eden yüksek inşaat maliyet artışları ve genel enflasyon, potansiyel konut alıcıları için bir ödeme gücü açığı yaratmıştır. Kredi maliyetleri düşse bile, konut fiyatlarının kendisi pek çok hane için ulaşılamaz seviyelere çıkmıştır. Bu nedenle, özel konut sektöründe ani bir canlanmadan ziyade, enflasyonun kontrol altına alınması ve faizlerin daha öngörülebilir seviyelere inmesiyle birlikte kademeli bir toparlanma beklenmelidir. Kamu kaynaklı talebin gücü, özel sektördeki bu yavaş toparlanma sürecinde sektöre önemli bir tampon sağlayacaktır.

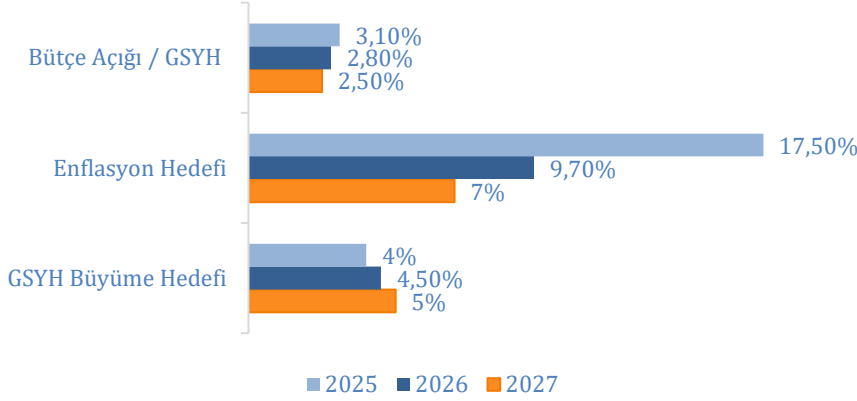
Hükümetin Ekonomik Projeksiyonları (OVP 2026-2028)

Hükümetin 2026-2028 dönemini kapsayan Orta Vadeli Programı, kamu harcama öncelikleri ve kentsel dönüşüm gibi kalemler ile çimento sektörünün geleceği için kritik göstergeleri içermektedir. OVP, beklenen GSYH büyümesi, enflasyon patikası ve kamu harcama öncelikleri hakkında en güvenilir resmi yol haritasını sunuyor.

Program, Türkiye ekonomisi için kademeli bir hızlanma öngörüyor: 2025'de %4,0, 2026'da %4,5 ve 2027'de %5,0 GSYH büyümesi hedefleniyor. Büyüyen bir ekonomi, sağlıklı bir inşaat sektörü için temel bir ön koşul.

Bununla birlikte, program aynı zamanda mali disiplini de önceliklendiriyor. Bütçe açığının GSYH'ye oranının 2026'daki %3,5 seviyesinden program dönemi sonunda %2,8'e düşürülmesi hedefleniyor.

Türkiye Makroekonomik Hedefleri (2025 - 2027)



Kaynak: OVP 2025 - 2027

Bu doğrultuda kentsel dönüşüm gibi öncelikli alanlar dışındaki kamu yatırım harcamalarının büyümesi sınırlanacak gibi bir anlam çıkıyor.

OVP'nin bir diğer önemli hedefi ise ihracat odaklı büyüme. İhracatın 2026'da 282 milyar dolardan 2028 sonunda 308,5 milyar dolara yükseltilmesi hedefleniyor.

Yurt İçi Piyasa: Yeni Denge Arayışı

2025'in ikinci yarısından 2026 sonuna kadar olan dönemde çimento sektörü talebini şekillendireceğini düşündüğümüz iki temel dinamik bulunmaktadır. Bu dinamikleri değerlendirirken, Türkiye'nin makroekonomik dengeleme sürecini, deprem sonrası yeniden inşa programının ölçeğini ve özel sektör yatırım eğilimlerindeki değişimleri dikkate almak gerekmektedir.

- Bir yanda, Şubat 2023 deprem felaketinin ardından başlatılan kapsamlı yeniden inşa programı, sektör için güçlü ve garantili bir talep tabanı oluşturmaktadır. Nitekim 2025 bütçesinde deprem bölgesi için ayrılan 584 milyar TL'lik kaynak, kamu yatırımlarının önümüzdeki 1,5-2 yıl boyunca talebi güçlü bir şekilde destekleyeceğini teyit etmektedir.
- Diğer yanda ise, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) öncülüğünde yürütülen dezenflasyon programı ve ekonomiyi soğutma politikaları yer almaktadır. Bu politikalar, özellikle yüksek faiz oranları aracılığıyla özel sektörün yeni konut ve ticari inşaat yatırımlarını baskılamaktadır.

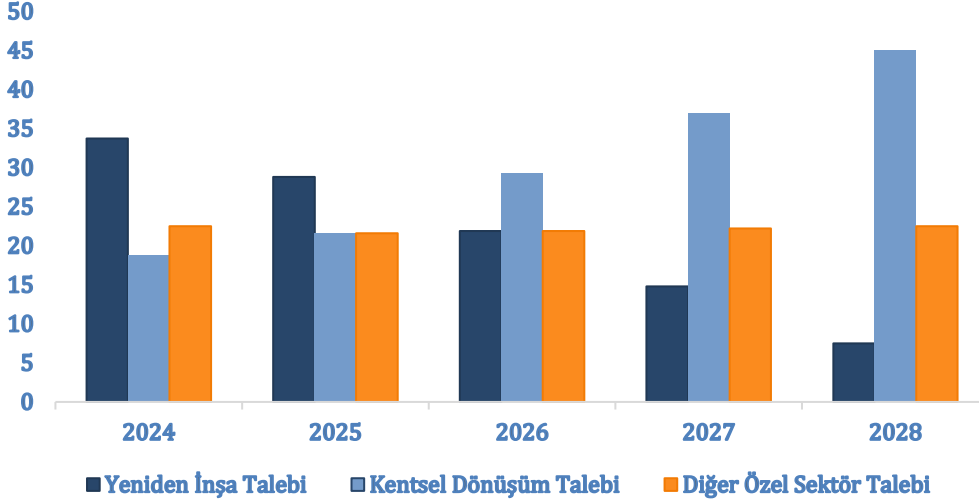
Bu doğrultuda piyasa, iki belirgin müşteri segmentine ayrılmıştır: Fiyat hassasiyeti yüksek ancak hacmi garantili olan kamu sektörü ile kredi erişimi kısıtlı ve talebi görece zayıf olan özel sektör.

Bu dönemde, büyük ölçekli kamu projelerine hizmet verebilecek lojistik kapasiteye ve güçlü kurumsal ilişkilere sahip olan şirketler, daha küçük ölçekli özel müteahhitlere bağımlı olan rakiplerine göre belirgin bir avantaj elde etmektedir. Dolayısıyla, 2025'in ikinci yarısı ve 2026 yılı boyunca sektörün, kamu kaynaklı talep ile kredi kısıtları nedeniyle durgun seyreden özel sektör talebi arasındaki dengeyi yönetmek zorunda kalacağını düşünmekteyiz.

Talep Dinamikleri

Deprem bölgesindeki acil yeniden inşa faaliyetlerinin ötesinde, 2026-2028 dönemi için sektörün bir sonraki önemli ve uzun vadeli yurtiçi talep motorunun hükümetin kentsel dönüşüm gündemi olması beklenmektedir.

Tahmini Yurt İçi Çimento Talep Kompozisyonu (2024-2028T)



Kaynak: TÜİK

Bu gündem, sadece riskli yapı stoğunun yenilenmesini değil, aynı zamanda şehirlerin iklim değişikliğine ve afetlere karşı daha dirençli hale getirilmesini de kapsamaktadır.

Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı bütçesinde Kentsel Dönüşüm Başkanlığı'na ayrılan 136,5 milyar TL'lik ödenek, bu konunun hükümetin öncelikli politikalarından biri olduğunu göstermektedir. Bu strateji, 2026-2028 Orta Vadeli Programı (OVP) ile de desteklenmektedir. OVP'de, devam eden kamu hizmet binalarının tamamlanmasına öncelik verileceği, yeni hizmet binası projelerine ise yalnızca acil ve çok zorunlu durumlarda izin verileceği belirtilmiştir. Bu durum, kamu inşaat harcamalarının genel idari binalardan ziyade, kentsel dönüşüm gibi daha öncelikli ve sosyal faydası yüksek alanlara kanalize edileceğine işaret etmektedir.

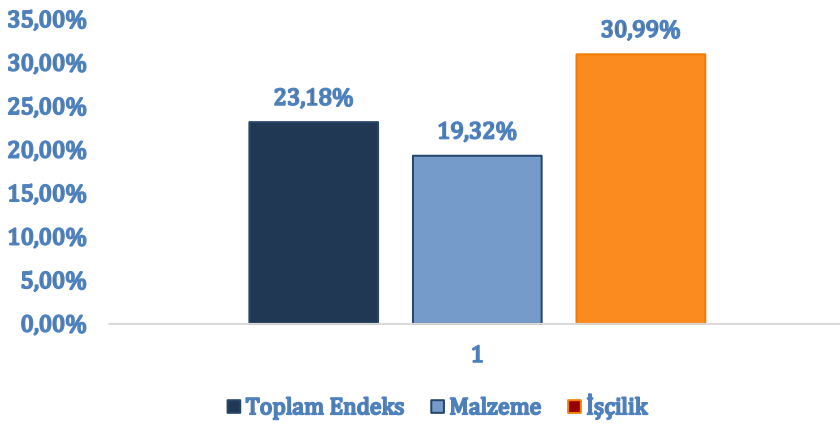
Kentsel dönüşüm projelerinin yaygınlaşması, sektör için sadece talep hacmini değil, aynı zamanda talebin niteliğini de değiştirecektir. Deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri genellikle yıkılmış bölgelerde yoğunlaşırken, kentsel dönüşüm mevcut şehir dokusu içinde gerçekleşecektir. Bu durum, çimento üreticileri için önemli lojistik zorluklar ve fırsatlar doğuracaktır. Yoğun trafikli ve depolama alanı kısıtlı kentsel alanlara yapılacak teslimatlar, daha karmaşık teslimat programları gerektirecektir. Bu yeni operasyonel model, şehir merkezlerine yakın konumlanmış hazır beton tesislerine sahip olan veya dağıtım ağları bu tür karmaşık lojistiği yönetebilecek esneklikte olan üreticilere rekabet avantajı sağlayacaktır.

Maliyet ve Karlılık Üzerindeki Baskılar

Sektörün mikro düzeydeki performansına bakıldığında, 2025'in 9 ayında güçlü satış hacimlerine rağmen kar marjlarında bir daralma gözlemlenmektedir. Sektör genelinde halka açık çimento şirketlerinin ortalama FAVÖK marjı yılbaşından bu yana %17,7'den yaklaşık 2,7 puanlık düşüşle %15,3'e gerilemiştir. Bu daralmanın temel nedenleri, fiyat artışlarının yüksek enflasyon karşısında yetersiz kalması olarak gerekçelendirilebilir.

Bu maliyet baskısı, makroekonomik verilerle de uyum içindedir. İnşaat sektörünü doğrudan etkileyen İnşaat Maliyet Endeksi, Eylül 2025'te yıllık %23,18 yükselmiştir. Bu endeksin alt kırılımlarında malzeme endeksi %19,32 artarken, işçilik endeksindeki artış %30,99 gibi çok daha yüksek bir oranda gerçekleşmiştir.

İnşaat Maliyet Endeksi Alt Kırılımları (Eylül 2025)



Kaynak: TÜİK

Sektörün, İnşaat Maliyet Endeksi'nde görülen yüksek artışlara rağmen bu maliyetlerin tamamını nihai ürün fiyatlarına yansıtmakta zorlanmasının temel nedeni, pazarın talep yapısında meydana gelen değişimdir. 2024-2025 döneminde uygulanan sıkı para politikası ve yüksek finansman maliyetleri, özel sektör talebini (özellikle konut ve ticari projeler) kayda değer biçimde yavaşlatmıştır.

Bu durum, sektördeki toplam talebin ana motorunu, büyük ölçüde kamu kaynaklı projelere (deprem bölgesi yeniden inşası ve kentsel dönüşüm) kaydırmıştır. Özel sektör talebinin zayıflığı, üreticiler arasında mevcut projeler için artan bir rekabete yol açmış ve bu da genel fiyatlama gücünü sınırlayarak kar marjlarını baskılamıştır.

Ancak, 2025 yılı itibarıyla gözlemlenmeye başlanan para politikasındaki kademeli gevşeme süreci, bu dinamikleri değiştirme potansiyeline sahiptir. Finansman maliyetlerinin 2026-2027 döneminde normalleşmesiyle birlikte özel sektör talebinin yeniden canlanması, fiyatlama ortamını rasyonel bir zemine oturtturarak marjlar üzerindeki bu baskıyı hafifletebilir.

Küresel Piyasalar ve İhracat Stratejisi

İhracat Performansı ve Pazar Çeşitlendirmesi Zorunluluğu

Türk çimento sektörünün ihracat performansı, 2024'te yaşanan daralmanın ardından 2025 yılında önemli bir toparlanma göstermiştir. 2024 yılının 11 aylık döneminde toplam ihracat %2,2 daralırken, bu dönemde katma değeri daha yüksek olan nihai ürün (çimento) ihracatının %13 gerilemesi ve buna karşılık katma değeri daha düşük olan ara ürün (klinker) ihracatının %41 artması dikkat çekmişti. Ancak 2025 yılıyla birlikte bu trend tersine dönmeye başlamıştır. Nitekim, Türk çimento sektörü verilerine göre yılın ilk yedi ayında çimento ihracatı, bir önceki yılın aynı dönemine göre hacimsel bazda %14,9 artış göstermiştir.

Bu olumlu tabloya rağmen, sektörün ihracat cephesinde önemli zorluklar bulunmaktadır. Bunların başında, 2026'da tam olarak devreye girecek olan AB'nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması'nın (CBAM) yaratacağı maliyet baskısı gelmektedir. Bu durum, sektörün ihracat pazarlarını acilen çeşitlendirmesini zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda en önemli alternatif pazar ABD olarak öne çıkmaktadır. ABD inşaat piyasasının görünümü karmaşık olsa da endüstriyel ve imalat inşaatlarında 2025'te beklenen düşüşe rağmen, veri merkezleri, güç altyapısı ve kamu mühendislik projeleri gibi segmentlerde 2026-2027 dönemine yayılan güçlü büyüme projeksiyonları mevcuttur. Bu trendlerin yakından izlenmesi, sektörün uluslararası rekabet gücünün geleceği açısından hayati önem taşımaktadır.

Stratejik Meydan Okuma: Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM)

Sektörün karşı karşıya olduğu en kritik uzun vadeli unsur, Avrupa Yeşil Mutabakatı çerçevesinde tasarlanan CBAM'dir. 1 Ocak 2026'dan itibaren bir raporlama yükümlülüğü olmaktan çıkıp tam teşekküllü bir mali yükümlülüğe dönüşecek olan bu mekanizma, AB'ye çimento ihraç eden Türk firmalarını, sattıkları ürünlerin içerdiği gömülü karbon emisyonlarına karşılık gelen CBAM sertifikalarını satın almakla yükümlü kılacaktır.

Sertifikaların fiyatı, AB Emisyon Ticaret Sistemi (ETS) tahsisatlarının haftalık ortalama açık artırma fiyatına endeksleneyecektir. Bu mekanizma hem üretim sürecindeki doğrudan emisyonları hem de tüketilen elektriğin üretiminden kaynaklanan dolaylı emisyonları kapsayacaktır. CBAM, kendi içinde önemli bir fırsat da barındırmaktadır. Mekanizma, menşe ülkede ödenmiş olan herhangi bir karbon fiyatının, AB'ye ödenecek CBAM maliyetinden düşülmesine olanak tanımaktadır. Bu durum, Türkiye'nin kendi ulusal emisyon ticaret sistemini veya bir karbon vergisini uygulamaya koymasına güçlü bir teşvik yaratmaktadır. Eğer Türkiye kendi karbon fiyatlandırma mekanizmasını oluşturursa, bu gelir Türkiye'de kalacak ve ülkenin yeşil dönüşüm projelerinin finansmanında kullanılabilecektir. Aksi takdirde, Türk şirketleri tarafından ödenen karbon maliyeti doğrudan AB hazinesine bir servet transferi anlamına gelecektir.

Türk çimento sektörü, operasyonel ve finansal geleceğini temelden etkileyecek iki regülasyon baskısıyla karşı karşıyadır: *Avrupa Birliği'nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM/SKDM)* ve Türkiye'nin kurulmakta olan ulusal *Emisyon Ticaret Sistemi (ETS)*. Bu iki mekanizma, karbon emisyonlarını doğrudan bir maliyet kalemine dönüştürerek sektördeki rekabet dinamiklerini yeniden şekillendirecek.

AB Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM): 1 Ekim 2023'te raporlama yükümlülükleriyle geçiş dönemi başlayan CBAM, 1 Ocak 2026 itibarıyla finansal yükümlülüklerin devreye gireceği bir sistemdir. Bu tarihten itibaren, Türkiye gibi ülkelerden AB'ye çimento ihraç eden şirketler, ürettikleri ürünün içerdiği karbon emisyonu kadar CBAM sertifikası satın almak zorunda kalacaktır. Bu sertifikaların fiyatı, AB ETS'deki karbon fiyatlarına endeksli olacaktır. Ancak, Türkiye'de kurulacak bir ETS kapsamında emisyonlar için bir bedel ödendiği takdirde, bu bedelin AB'ye ödenecek CBAM maliyetinden düşülmesi öngörülmektedir. Bu durum, Türkiye'nin kendi ETS'sini kurmasını stratejik bir zorunluluk haline getirmektedir.

Şirket Görünümü

Türkiye çimento sektörünün kapasite lideri olan OYAK Çimento, köklü ve yerel altı çimento üreticisinin nihai olarak 2023 yılında tek çatı altında birleşmesiyle sektörde yeni bir dönemi başlatmıştır. İlk olarak 2020 yılı Mayıs ayında halka açık şirketleri olan Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Denizli Çimento, Mardin Çimento ve Ünye Çimento'nun güç birliği oluşturması ardından Mardin Çimento altında birleşmesi ve sonrasında unvan değişikliği yaparak OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. unvanıyla konsolide olması sonucunda, şirket Türkiye genelinde en büyük kapasiteye ve en yaygın dağıtım ağına sahip çimento üreticisi konumuna ulaşmıştır.

Dikey entegrasyon stratejisi kapsamında 31 Aralık 2020 tarihinde şirketin %100 iştiraki konumunda olan OYAK Beton'un da bünyeye katılmasıyla birlikte OYAK Çimento, nihai tüketiciye uzanan tedarik zincirini güçlendirmiş ve ürettiği çimentoya yönelik istikrarlı bir talep tabanı oluşturmuştur. Böylece şirket, klinkerden betona uzanan üretim zincirini tek bünyede yöneterek operasyonel verimlilik sağlamak ve kendi iç talebini de desteklemektedir.

Bu konsolide yapı, şirketin sanayi altyapısını yurt içi pazarın en önemli oyuncularından biri olarak konumlandırmaktadır. 7 entegre fabrika ve 3 öğütme tesisinden oluşan üretim ağı, Türkiye'nin toplam kapasitesinin yaklaşık %20'sine denk gelen 24 milyon tonluk bir çimento üretim gücüne ulaşmaktadır. Bu ölçeğe ek olarak, standart gri çimento portföyünü katma değeri yüksek beyaz çimento ve çeşitli özel ürünler ile tamamlayan geniş ürün yelpazesi, şirketin pazarın farklılaşan taleplerine etkin şekilde yanıt verebilme olanağını desteklemektedir.

Mevcut stratejisi kapsamında ana odağı yurt içi pazar olan OYAK Çimento, aynı zamanda çok sayıda ülkeye ihracat da gerçekleştirmektedir. Bu küresel açılımın temelinde, OYAK'ın 2018 yılında Uzak Doğu'nun en büyük çimento üreticilerinden biri olan TCC Group Holdings (TCC) ile kurduğu ortaklık yer almaktadır. 2023 yılının sonunda OYAK

Grubu ve TCC, sürdürülebilir büyüme hedefleri doğrultusunda ortaklığı bir adım ileri taşıyarak TCC'nin OYAK Çimento'daki payını artırma konusunda anlaşmaya varmıştır. Bu kapsamda yaklaşık 740 milyon\$ tutarında yabancı yatırım ülkeye kazandırılmış ve TCC, OYAK Çimento'nun ana hissedarı konumuna yükselmiştir. Dünyanın en büyük çimento üreticilerinden biri olan TCC'nin iştiraki haline gelen OYAK Çimento, böylece uluslararası bir şirketin bir parçası olarak kapsamlı bilgi transferine ve görece düşük maliyetli finansman imkanlarına erişim imkânı elde etmiştir. Bu küresel entegrasyonun bir parçası olarak, TCC Group Holdings'in Avrupa'daki markası Cimpor ve Batı Afrika'daki operasyonel varlığı, özellikle İngiltere, Portekiz ve Fransa'daki stratejik terminalleri, OYAK Çimento Fabrikaları için nihai tüketiciye doğrudan ulaşan güçlü bir ihracat kanalı sağlamaktadır. Önemle vurgulamak gerekir ki, TCC ile gerçekleştirilen bu ortaklık ve hisse devri sonrasında şirketin yönetim kadrosunda herhangi bir değişiklik olmamıştır, mevcut üst yönetim görevine kesintisiz devam ederek şirket stratejilerinin kararlılıkla uygulanmasını sağlamaktadır.

OYAK Çimento, gelecek vizyonunu sürdürülebilirlik ve teknolojik dönüşüm ekseninde kurgulayarak hem piyasa liderliğini korumaya hem de çevreye duyarlı ve verimlilik odaklı büyümesini sürdürmeye odaklanmıştır. Şirket, 2023 yılında bilim temelli hedefler inisiyatifi SBTi tarafından doğrulanan Net-Sıfır (Net-Zero) taahhüdüne imza atan Türkiye'deki ilk çimento şirketi olmuştur. Bu doğrultuda karbon emisyonlarını azaltma ve alternatif yakıt kullanımını artırma yönünde somut adımlar atılmaktadır.

OYAK Çimento'nun karbonsuzlaşma stratejisi, hem ulusal Emisyon Ticaret Sistemi (ETS) hem de Avrupa Birliği'nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) kaynaklı mali yükümlülükleri yönetmek adına iki temel ayak üzerine kuruludur: Alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji üretimi.

Son 7 yılda ısı ikame oranını (alternatif yakıt kullanım oranı) %6'dan %28,6'ya yükselten OYAK Çimento, 2024 Türkiye sektör ortalaması olan %12'nin belirgin şekilde üzerindedir. Özellikle Aslan (%60,3), Ankara (%53,2) ve Bolu (%32,4) fabrikalarında ciddi bir alternatif yakıt kullanım oranı bulunmaktadır. Avrupa'nın %30'luk orana ulaşmasının 20 yıl aldığı göz önüne alındığında, şirketin bu alandaki ilerlemesi önemlidir. Şirket, 2030 yılına kadar bu oranı %58'e çıkarmayı hedeflemektedir. Ayrıca, kalsine kil entegrasyonuna sahip dünyanın ilk çimento fabrikalarını kurarak düşük klinker içerikli çimento üretimi için kalsine kil entegrasyonu projeleri geliştirmiştir.

Enerji Verimliliği ve Öz Tüketim Yatırımları: Karbonsuzlaşmanın ikinci ayağı olan enerji tarafında, şirketin yenilenebilir enerji kullanım oranı Eylül 2025 itibarıyla %7,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. OYAK Çimento, bu oranı 2030 yılına kadar %70'e çıkarmayı hedeflemektedir. Bu hedef doğrultusunda hem atık ısı geri kazanımı (WHR) hem de güneş enerjisi projeleri (GES) öne çıkmaktadır:

- **Atık Isı Geri Kazanımı (WHR):** Adana, Mardin ve Ankara tesislerinde 13,5 MW kapasiteli atık ısı yakalama projesinin 2026 yılı içerisinde kademeli olarak devreye alınması öngörülmektedir.
- **Güneş Enerjisi Santrali (GES):** En stratejik adımlardan biri, Ankara Beypazarı'nda yapımı süren 115 MW'lık Güneş Enerjisi Santrali projesidir. 2026'nın ilk çeyreğinde devreye alınması beklenen bu tesisin, yılda yaklaşık 180 bin MW elektrik üretmesi hedeflenmektedir. Bu üretim, şirketin Ankara ve Ünye fabrikalarının elektrik ihtiyacının %70'ini karşılayacak ve tek başına yaklaşık 81 bin tonluk bir karbon emisyonu azalımı sağlayacaktır.

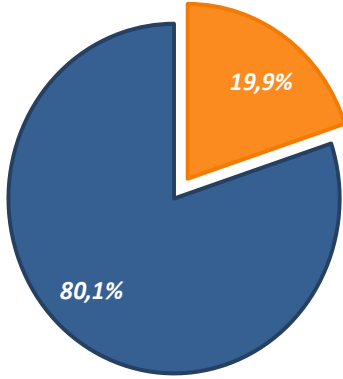
Bu projeler tamamlandığında, şirketin sürdürülebilir enerji kullanım oranının %7 seviyelerinden %30 seviyelerine yükselmesi beklenmektedir.

Bu teknolojik dönüşüm vizyonu, 'OYAK Çimento 4.0' olarak adlandırılan öncü dijitalleşme projeleriyle desteklenmektedir. Bu projeler, endüstriyel dijitalleşme yoluyla enerji verimliliğini ve kaliteyi artırmayı amaçlamaktadır. Projelerden ilki olan ve FİZİX iş birliği ile yürütülen Makine Sağlığı İzleme Projesi, 10,600'ü aşkın sensör ile otomatik arıza tespiti yaparak bakım maliyetlerini, duruş sürelerini ve karbon salımını düşürmeyi hedeflemektedir. Ankara fabrikasında devreye alınan bu sistemin, yıl sonu itibarıyla Ünye ve Denizli dahil tüm lokasyonlarda faaliyete geçmesi planlanmaktadır. Eş zamanlı yürütülen Otomasyon Yükseltme Projesi ise, mevcut sistemleri güncelleyerek dijital platformlara kesintisiz veri aktarımını sağlamakta ve bu projenin de yıl sonuna kadar tüm tesislerde tamamlanması beklenmektedir.

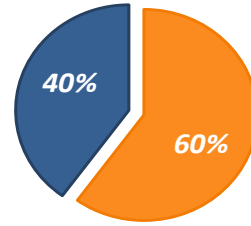
İleriye dönük bu bütüncül sürdürülebilirlik ve verimlilik stratejisi, Avrupa Birliği'nin karbon sınır mekanizması gibi yeni iklim düzenlemelerine uyumu kolaylaştırırken şirketin finansal performansını da desteklemektedir. Nitekim verimli üretim yapısı, yüksek alternatif yakıt kullanımının ve dijitalleşme adımlarının katkısıyla OYAK Çimento, 2025'in üçüncü çeyreğinde %29,8 FAVÖK marjı elde ederek yerli rakiplerinin ortalamasının oldukça üzerinde bir karlılık yakalamıştır.

Ortaklık Yapısı ve Yönetim Kadrosu

OYAK Çimento, güçlü bir yerli-yabancı ortaklık yapısıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Geçtiğimiz yıl itibarıyla hisselerin %19,95'i halka açık konumda bulunurken, kalan %80,05'lik pay TCC Group ve OYAK sahipliğindedir. Bu ortaklıktaki dağılıma bakıldığında, TCC Group yaklaşık %60, OYAK ise yaklaşık %40 oranında paya sahiptir. Dolayısıyla, şirketin toplam sermaye yapısı; TCC Group %48, OYAK %32 ve halka açık kısım %20 şeklinde özetlenebilir. Bu yapı, OYAK'ın finansal gücü ile TCC'nin küresel deneyimini bir araya getirmektedir.

OYAK Çimento Ortaklık Yapısı

■ TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V. ■ Halka Açık Kısım

TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V İçindeki Yapı

■ Taiwan Cement Corporation (TCC)
■ OYAK Capital Investments B.V.

Kaynak: Şirket Sunumu

Yönetim Kurulu, farklı uzmanlıklara sahip dördü bağımsız üye olmak üzere 10 üyeden oluşmaktadır:

- **Suat Çalbiyık- Yönetim Kurulu Başkanı.** ODTÜ Elektrik-Elektronik Mühendisliği mezunudur (1986).
- **Murat İdris Sela- Yönetim Kurulu Üyesi ve Genel Müdür.** Gazi Üniversitesi Endüstri Mühendisliği mezunudur (1992).

Şirketin icra ekibi, 1) Genel Müdür Murat İdris Sela liderliğinde altı üst düzey yöneticiye sahiptir.

2) Finans Ülke Direktörü Ali Onur Aygün 3) Satış ve Tedarik Zinciri Ülke Direktörü Ozan Erinçkan, 4) Endüstriyel Faaliyetler Ülke Direktörü Kadir Serdar Mehter 5) Beton ve Agregat Operasyonları Ülke Direktörü Erhan

Turan ve 6) İnsan Kaynakları Direktörü Eda Güzeldemir Demiray şirketin günlük operasyonlarından sorumludur. Bu yöneticiler, daha önce sektörde faaliyet gösteren yerli ve yabancı çimento şirketlerinde çeşitli görevlerde bulunmuşlardır.

Fabrikalar ve Stratejik Varlıklar



Kaynak: Şirket Yatırımcı Sunumu

2025 yılı itibarıyla OYAK Çimento, Türkiye çimento sektöründeki kapasite ve pazar liderliğini sürdürmektedir. Grup, ülke genelinde 7 entegre çimento fabrikası ve 3 öğütme-paketleme tesisi ile her bölgede faaliyette bulunarak yıllık 24 milyon ton çimento üretim kapasitesine sahiptir. Bu entegre yapı; dikey entegrasyon stratejisiyle 60 hazır beton tesisi, 5 agrega ocağı, 1 kireç üretim tesisi, 1 mermer üretim tesisi ve 2 liman ile 3 terminali de içermekte, bu yapı OYAK Çimento'yu Türkiye'de kapasite açısından önde gelen üreticilerden biri haline getirmektedir. Türkiye'nin 6 farklı iline yayılan bu 7 entegre fabrika (Adana, Bolu, Ankara, Aslan, Ünye, Mardin ve Denizli), bulundukları bölgelerin pazar talebini karşılarken lojistik imkanları sayesinde hem yurt içinde hem de ihracatta avantaj sağlamaktadır.

OYAK Çimento'nun 7 entegre fabrikası, teknolojik seviye ve modernizasyon açısından farklılıklar göstermekle birlikte, grup genelinde sürekli bir yatırım döngüsü içindedir. Özellikle Aslan Çimento gibi tarihi tesislerin operasyonel verimliliğini korumak için daha yüksek bakım ve modernizasyon sermaye harcaması (CAPEX) gereksinimleri olabilirken, grup genelinde Atıktan Türetilmiş Yakıt (ATY) kullanımı ve Atık Isı Geri Kazanım (WHR) gibi sürdürülebilirlik ve enerji verimliliği odaklı yatırımlar önceliklendirilmektedir. Aşağıda, her bir fabrikanın kapasitesi, ürün gamı ve stratejik konumu detaylı olarak değerlendirilmektedir.

➤ Adana Çimento Fabrikası



Adana Çimento Fabrikası

Adana Çimento, grubun Akdeniz Bölgesi'ndeki ana üretim üssü olup yaklaşık 3,0 milyon ton klinker ve 3,5 milyon ton gri ve beyaz çimento üretim kapasitesine sahiptir. Beyaz çimento üretiminde, 1 milyon ton kapasiteyle dünya genelinde Çimsa'dan sonra üçüncü büyük üretici konumundadır. Tesis, öncelikli olarak deprem bölgesine yönelik tedarik ve bölgedeki büyük altyapı projelerine odaklanmıştır. Mersin ve İskenderun limanlarına yakınlığı hem iç pazar dağıtımında hem de ihracat operasyonlarında önemli lojistik avantaj sağlamaktadır. İskenderun'da bulunan cüruf öğütme tesisi de grubun önemli varlıklarından biridir. Coğrafi konumu nedeniyle, İskenderun öğütme tesisi ile Adana Çimento, Filistin Gazze Bölgesi'nin olası yeniden inşa sürecinde stratejik bir konuma sahiptir.

➤ Aslan Çimento Fabrikası



Aslan Çimento Fabrikası

Marmara Bölgesi'nde faaliyet gösteren Aslan Çimento, Türkiye'nin 1910'da kurulmuş ilk fabrikası olup yaklaşık 1,8 milyon ton klinker ve 3,3 milyon ton çimento kapasitesiyle üretimine devam etmektedir. Kocaeli'deki (Darıca) konumuyla İstanbul ve Trakya pazarlarına hizmet sunan tesisin en stratejik varlığı, kendi bünyesindeki Darıca Limanı'dır. 50.000 DWT'a kadar gemi elleçleme kapasitesine sahip bu liman, OYAK Çimento'nun ihracat kabiliyetini destekleyen önemli bir rekabet avantajıdır.

➤ Bolu Çimento Fabrikası



Bolu Çimento Fabrikası

Marmara ve Batı Karadeniz bölgelerine hizmet veren Bolu Çimento, yaklaşık 1,4 milyon ton klinker ve 2,5 milyon ton çimento kapasitesiyle özellikle İstanbul'a yakınlığı sayesinde önemli bir konuma sahiptir. Tesis, yüksek dayanım gerektiren nitelikli çimentolar üretme kabiliyetiyle öne çıkmaktadır. Bu kapsamda, Marmaray projesi için geliştirilip üretilen 100 yıl servis ömürlü özel tip çimentonun yanı sıra, İstanbul Üçüncü Köprü ve İstanbul Havalimanı projelerine de çimento tedariki gerçekleştirilmiştir. Modern özel ve nitelikli ürünleri ve otoyol bağlantıları sayesinde Bolu Çimento, endüstriyel tesisler ve büyük altyapı yatırımlarında tercih edilmektedir. Ek olarak, tesiste bulunan cüruf öğütme tesisi ile cüruf satışı da yapılmaktadır.

➤ Mardin Çimento Fabrikası



Mardin Çimento Fabrikası

Mardin Çimento, yaklaşık 1,85 milyon ton klinker ve 2,7 milyon ton çimento kapasitesiyle Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nin en büyük entegre tesislerinden biridir. Fabrika, güçlü üretim altyapısıyla bölgedeki inşaat sektörünü ve deprem sonrası yeniden yapılanma faaliyetlerini desteklemektedir. Mevcut durumda tesisin ana odağı bölgesel iç talebin karşılanması olsa da konumu itibarıyla gelecekte Suriye, Irak pazarlarına yönelik önemli bir ihracat potansiyeli taşımaktadır.

➤ Denizli Çimento Fabrikası



Denizli Çimento Fabrikası

Denizli Çimento, grubun yaklaşık 1,65 milyon ton klinker ve 3,0 milyon ton çimento kapasiteli gri çimento tesisidir. Konumu gereği Ege Bölgesi'ndeki talebi karşılamaktadır ve bölgede gerçekleştirilen hızlı tren ve otoyol projeleri gibi önemli altyapı yatırımlarının tedarikçisi konumundadır. Tesiste ayrıca kireç üretimi ve satışı da yapılmaktadır. İhracat operasyonları için ağırlıklı olarak Ege Bölgesi'ndeki İzmir ve Aliğa limanlarını kullanmaktadır.

➤ Ünye Çimento Fabrikası



Ünye Çimento Fabrikası

Karadeniz Bölgesi'nin en büyük entegre çimento tesisi olan Ünye Çimento, yaklaşık 1,6 milyon ton klinker ve 2,75 milyon ton çimento kapasitesiyle grubun ihracat stratejisinde merkezi bir konuma sahiptir. Ordu ilinde deniz kıyısında yer alan tesisin en önemli avantajı, işletme hakları gruba ait olan özel limanıdır. Bu liman sayesinde, başta Romanya'daki şirkete ait terminal olmak üzere Karadeniz üzerinden Avrupa pazarlarına etkin ve maliyet-avantajlı erişim sağlanmaktadır. Tesis konumu itibarıyla, Ukrayna'nın olası yeniden inşa süreci ve Karadeniz kıyısındaki ülkelere tedarik açısından stratejik öneme sahiptir.

Liman ve Lojistik Altyapısı

OYAK Çimento'nun lojistik altyapısı, Marmara ve Karadeniz'de bulunan kendine ait iki liman tesisi ile desteklenmektedir.

➤ Aslan (Darıca) Limanı



Aslan (Darıca) Limanı

Marmara Bölgesi'nde yer alan bu liman, 13 metrelik su derinliğine (draft) sahip olup, 82.000 DWT'ye kadar olan gemilere hizmet verebilmektedir. Limanın günlük yükleme/boşaltma kapasitesi yaklaşık 10.000 tondur ve dökme veya torbalı (big-bag/sling bag) yüklemelere olanak tanımaktadır.

➤ Ünye Limanı



Ünye Limanı

Karadeniz'deki bu liman, 8 metrelik su derinliğe sahip olup, aynı anda 25.000 DWT'ye kadar olan 3 gemi kabul edilebilmekte ve günlük gemi başına 3.000-5.000 ton aralığında yük elleçleme kapasitesine sahiptir. Yakın dönemdeki önemli bir gelişme olarak Şirket, Ekim 2024'te Ünye Limanı'nın işletme haklarını Ordu Büyükşehir Belediyesi'nden devralmıştır.

Bu iki limana ek olarak, OYAK grup sinerjisi kapsamında Erdemir ve İsdemir limanları da şirket tarafından kullanılabilir. Bu durum, şirkete draft kısıtı olmaksızın daha büyük tonajlı (Capesize) gemilerle sevkiyat yapma operasyonel esnekliği sağlamaktadır. Sahip olunan ve kullanılan bu liman altyapısı, daha büyük hacimli gemilerin kullanılmasına olanak tanıyarak ölçek ekonomisinden faydalanma ve birim navlun maliyetlerini düşürme potansiyeli sunmaktadır.

Ürün Segmenti

OYAK Çimento'nun gelirleri temel olarak Çimento ve Hazır Beton olmak üzere iki ana segmentten oluşmaktadır. 2024 yılı finansal sonuçlarına göre, toplam satış gelirlerinin yaklaşık %66'sı Çimento, %34'ü ise Hazır Beton operasyonlarından elde edilmiştir.

Çimento segmenti, ciro ve karlılığın ana itici gücüdür. Bu segment kendi içinde kullanım amacı ve teknolojik özelliklerine göre farklılaşan ürün gruplarını barındırır:

- **Gri Çimento (Ana Akım Ürünler):** Portföyün hacimsel temelini, standart inşaat projelerinde yaygın olarak kullanılan Portland ve Portland Kompoze Çimento gibi gri çimento türleri oluşturmaktadır. Bu ürünler, konut, altyapı ve ticari bina projeleri sayesinde istikrarlı bir talep görerek şirketin pazar liderliğinin ve satış hacminin bel kemiğidir.
- **Beyaz Çimento ve Özel Ürünler (Yüksek Katma Değerli):** Şirket, standart ürünlerin yanı sıra daha yüksek karlılık marjı sunan niş pazarlara odaklanmaktadır. Özellikle estetik ve dekoratif uygulamalar için geliştirilen Beyaz Çimento, katma değeri daha yüksek bir ürün olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, sülfat etkisine maruz kalan altyapı projeleri için Sülfata Dayanıklı Çimento ve enerji sektörü için API Kuyu Çimentosu gibi spesifik mühendislik çözümleri, şirketin ürün karmaşasını ve karlılığını çeşitlendiren unsurlardır.



OYAK Çimento Ürün Portföyü

İç Pazar Müşteri Yapısı ve Dikey Entegrasyon

OYAK Çimento'nun Türkiye iç pazarındaki müşteri portföyü; grup içi tüketim, büyük ölçekli kamu ihalelerini yürüten özel sektör müteahhitleri ve yerel bayilik ağı üzerinden çeşitlendirilmiş bir yapı sergilemektedir. Sektörün, ağırlıklı olarak kamu kaynaklı büyük ölçekli projelerin (altyapı, yeniden inşaa vb.) talep motoru olduğu istikrarlı ancak ılımlı bir büyüme patikasına girdiği 2025'in ikinci yarısı ve sonrası dönemde, şirketin bu doğrultuda konumlanması beklenmektedir.

Şirketin, hazır beton operasyonlarını bünyesinde bulundurması, gelecekteki talep dalgalanmalarına karşı önemli bir tampon görevi görecektir. 2025 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla hazır beton segmenti, konsolide cironun yaklaşık %39,5 gibi bir kısmını oluşturmakta ve bu ağırlığını istikrarlı şekilde korumaktadır.

Bu yapının şirket için iki temel avantajı bulunmaktadır:

- **Pazar Penetrasyonu ve Müşteri Erişimi:** Şirketin hazır beton operasyonları, dikey entegrasyon stratejisinin bir parçası olarak, nihai tüketiciye ve proje pazarına doğrudan erişimi destekleyen stratejik bir pazar penetrasyon aracı olarak işlev görmektedir. Bu yapı, OYAK Çimento'nun ürünlerini pazarda daha etkin konumlandırmasına olanak tanır.
- **Güçlü Risk Yönetimi ve Teminat Yapısı:** Şirket, finansal risk yönetiminde sektördeki benzerlerinden ayrılan ihtiyatlı bir politika izlemektedir. 2025'in üçüncü çeyreği itibarıyla, çimento segmentinde alacakların %97'si, hazır beton segmentinde %92'si teminatlı konumdadır. Konsolide düzeyde, toplam alacakların %95'i güçlü bir teminat yapısıyla desteklenmektedir. Kredi departmanının banka standardında yürüttüğü yakın izleme süreçleri, şirketin nakit akış döngüsünü ve bilanço sağlığını güvence altına almaktadır.

Hazır beton segmentinin kar marjları düşük olsa da, garantili satış hacmi ve finansal istikrar sağlamakta ve özellikle belirsizlik dönemlerinde çimento segmentinin karlılığını dolaylı olarak desteklemektedir.

Sektörün içinde bulunduğu mevcut konjonktür, OYAK Çimento için potansiyel pazar konsolidasyonu fırsatları sunmaktadır.

Bu potansiyeli besleyen iki ana faktör bulunmaktadır:

- **Piyasa Koşulları:** Yüksek finansman maliyetleri ve ılımlı talep ortamı, finansal yapısı daha zayıf olan küçük ve orta ölçekli çimento üreticileri üzerinde baskı yaratmaktadır. Bu durum, önümüzdeki 1-2 yıl içinde OYAK Çimento gibi sermaye gücü yüksek bir alıcı için satın alma fırsatları doğurabilir.
- **TCC ve CIMPOR Sinerjisi:** TCC'nin sağlayabileceği küresel ölçekte finansmana erişim imkânı ve birleşme & devralma konusundaki uluslararası deneyimi, Avrupa'nın en bilinir markalarından biri olan ve bölgesinde pazar ve kapasite lideri olan CIMPOR, OYAK Çimento'yu sektördeki olası konsolidasyon senaryolarında önemli bir aday konumuna getirmektedir.

İyi yönetilen bir konsolidasyon süreci, Türkiye'nin dağınık çimento pazarını daha az oyunculu ve rasyonel bir yapıya çevirebilir. Pazar payı büyüdükçe şirket ölçek avantajının yanı sıra, uzun vadede fiyatlama gücü ve pazar standartlarını belirleme kapasitesi de kazanır. OYAK Çimento'nun ülke çapındaki yaygın ağı, her bölgede büyüme fırsatlarını yakalamayı ve olası satın almaları verimli şekilde kendine entegre etmeyi kolaylaştırmaktadır.

İhracat Performansı ve Stratejisi

OYAK Çimento, güçlü yurt içi pazar konumunun yanı sıra küresel pazarlardaki etkinliğini de artırmaktadır. Şirketin ihracat performansı, özellikle yurt içi talebin yavaşladığı dönemlerde ciro ve karlılığı dengeleyici bir rol üstlenmektedir. 2024 yılında elde edilen 4,55 milyar TL tutarındaki ihracat geliri, şirketin 44,43 milyar TL'lik konsolide cirosunun %10,24'ünü oluşturmuştur. 2025'in üçüncü çeyreğinde ihracatın toplam gelirler içindeki payı %11'in üzerine tırmanmış ve son yılların en yüksek seviyelerinden birine ulaşarak şirketin döviz bazlı gelir yaratma kapasitesini güçlendirmiştir.

TCC ve Cimpor Ortaklık Yapısının Stratejik Katkıları

OYAK Çimento'nun 2024 yılında yeniden şekillenen ortaklık yapısı, şirketin konumunu bölgesel bir oyuncudan küresel ölçekte faaliyet gösteren bir yapıya taşımıştır. Mart 2024 itibarıyla şirketin %80,05'lik ana payı, %60 TCC ve %40 OYAK iştiraki olan TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V.'nin kontrolündedir. Bu yeni konumlanma, OYAK Çimento'yu TCC'nin uluslararası operasyon ağının ayrılmaz bir parçası haline getirirken, grubun Avrupa ve Batı Afrika'daki gücünü temsil eden Portekiz merkezli Cimpor ile de önemli bir operasyonel sinerji yaratmasını sağlamıştır.

Bu ortaklık, OYAK Çimento'ya Avrupa pazarlarına erişimde önemli bir kapı açmıştır. Cimpor'un Bristol (İngiltere), Rouen (Fransa), Viana do Castelo (Portekiz) ve Mangalia (Romanya) lokasyonlarındaki terminalleri sayesinde ürünler nihai pazarlara çok daha yakın noktalarda depolanabilmektedir. Bu yapı hem navlun maliyetlerini hem de teslimat sürelerini kısaltarak önemli bir operasyonel avantaj yaratmaktadır.

Şirketin küresel bir grup içinde konumlanması, operasyonel verimlilik ve teknoloji transferi açısından anlamlı faydalar doğurmaktadır. Özellikle karbon emisyonlarının azaltılması ve sürdürülebilirlik gibi yüksek sermaye ve teknoloji gerektiren alanlarda TCC ve Cimpor'un bilgi birikimi, OYAK Çimento'nun uzun vadeli rekabet gücünü desteklemektedir. Ayrıca, hammadde ve yakıt tedarikinde ölçek ekonomisi, navlun optimizasyonu ve filo kullanım oranlarının artırılması gibi alanlarda grup sinerjilerinin maliyet yapısı üzerinde olumlu etkiler yaratma potansiyeli bulunmaktadır.

Özetle, TCC ve Cimpor ortaklık yapısı OYAK Çimento'nun ihracat faaliyetlerine çok yönlü stratejik katkılar sunmaktadır. Genişleyen pazar erişimi, etkin lojistik ağları, paylaşılmış teknik/operasyonel bilgi birikimi ve güçlenen finansal yapı sayesinde şirket, uluslararası arenada rekabetçiliğini artırmıştır. Bu ortaklık sinerjileri, önümüzdeki dönemde OYAK Çimento'nun ihracat hacmini ve kârlılığını sürdürülebilir biçimde artırmasında kritik rol oynayacaktır.

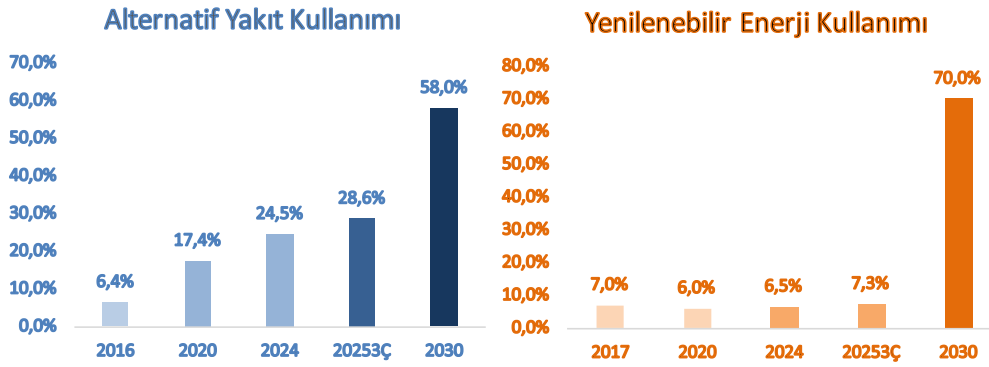
OYAK Çimento'nun Karbon Performansı ve Stratejik Konumu

Mevcut regülatif çerçevede, bir çimento şirketinin rekabet gücünü belirleyecek en önemli metrik, ton başına ürettiği CO2 emisyon miktarı olacaktır. OYAK Çimento, attığı adımlarla sektör içinde olumlu ayrışanlardan biri olmuştur.

Alternatif Yakıt Kullanımı ve Güneş Enerjisi Santrali Projesi: OYAK Çimento'nun karbonsuzlaşma stratejisi, hem ulusal Emisyon Ticaret Sistemi (ETS) hem de Avrupa Birliği'nin Sınırdan Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) kaynaklı mali yükümlülükleri yönetmek adına iki temel ayak üzerine kuruludur:

Alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji üretimi.

- Termal İkame Oranında Sektörel Liderlik:** Şirket, fosil yakıtların atıktan türetilmiş yakıtla (ATY) ikamesinde önemli bir ilerleme kaydetmiştir. 2016 yılında sadece %6 olan ısı ikame oranı, 2025'in üçüncü çeyreği itibariyle 2024 yılındaki %12'lik ortalamasının belirgin şekilde üzerine çıkarak %28,6 seviyesine yükselmiştir. Avrupa'nın %30'luk orana ulaşmasının 20 yıl aldığı düşünüldüğünde, şirketin bu alandaki hızlı ilerlemesi dikkat çekicidir. Şirketin 2030 yılı hedefi ise bu oranı %58'e taşımaktır.
- Enerji Verimliliği ve Öz Tüketim Yatırımları:** Karbonsuzlaşmanın ikinci ayağı olan enerji tarafında, hem atık ısı geri kazanımı (WHR) hem de güneş enerjisi projeleri (GES) öne çıkmaktadır:
 - Atık Isı Geri Kazanımı (WHR):** Adana, Mardin ve Ankara tesislerindeki yatırımlara ek olarak, 2026'da kademeli olarak devreye alınacak 13,5 MW'lık yeni atık ısı yakalama projesinin, yıllık 57.340 MW'lık bir üretim sağlaması beklenmektedir.
 - Güneş Enerjisi Santrali (GES):** En stratejik adımlardan biri, Ankara Beypazarı'nda yapımı süren 115 MW'lık Güneş Enerjisi Santrali projesidir. 2026'nın ilk çeyreğinde devreye alınması beklenen bu tesisin, yılda yaklaşık 180 bin MW elektrik üretmesi hedeflenmektedir. Bu üretim, şirketin Ankara ve Ünye fabrikalarının elektrik ihtiyacının %70'ini karşılayacak ve tek başına yaklaşık 81 bin tonluk bir karbon emisyonu azalımı sağlayacaktır.



Kaynak: Şirket Sunumu

Düşük Klinkerli Üretim ve Net-Sıfır Taahhüdü: Çimento üretimindeki emisyonların büyük çoğunluğu klinker üretiminden kaynaklanmaktadır. Şirket, 2030 yılına kadar çimentodaki klinker oranını %81'den %73'e düşürmeyi hedeflemektedir.

Gelecekte yükselen karbon maliyetleri, sektörde bir "ayrışma" yaratacağı beklenmektedir. Düşük emisyonlu ve verimli üretim teknolojilerine yatırım yapmakta geciken şirketler, hem yurt içi ETS sisteminde ek maliyetlerle karşılaşacak hem de ihracat pazarlarında CBAM nedeniyle rekabet güçlerini kaybedecektir.

Buna karşılık OYAK Çimento, gerçekleştirdiği sürdürülebilirlik yatırımları sayesinde bu sürece daha hazırlıklı girmektedir. Şirketin;

- Sektör ortalamasının üzerindeki alternatif yakıt kullanım oranı,
- Atık ısıdan enerji geri kazanımı (WHR) gibi verimlilik projeleri,
- Güneş Enerjisi Santrali yatırımları,
- TCC ortaklığı üzerinden erişebileceği küresel teknoloji ve bilgi birikimi

gibi faktörler, hem Türkiye'de devreye girecek ETS'ye uyumda hem de AB pazarındaki CBAM yükümlülüklerini yönetmede şirkete rekabet avantajı sağlama potansiyeli taşımaktadır.

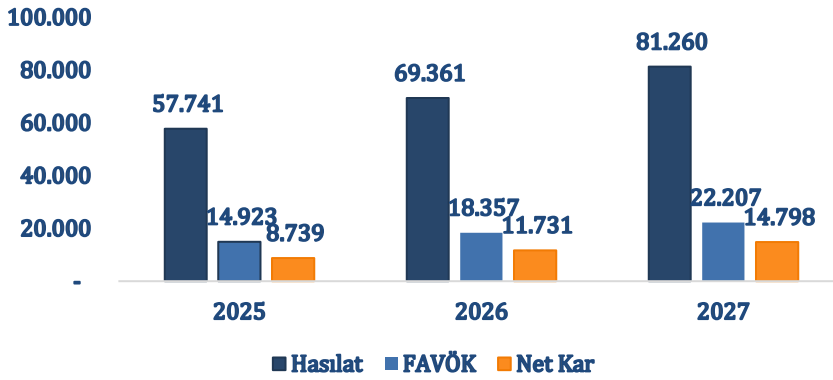
Operasyonel Görünüm

OYAK Çimento'nun gelir ve karlılık patikası, iki belirgin dönemde incelenmelidir: **2025-2026 Yeniden İnşa Odaklı Hacim Büyümesi Dönemi ve 2027 Sonrası Kentsel Dönüşüm ve Karlılık Odaklı Yeni Normal.**

Satış Gelirleri: İki Perdeli Bir Büyüme Hikayesi

Tahminlerimiz, 2025 için %3,5 ve 2026 için %20'luk ciro artışı öngörülür, hacim ve fiyatlama dinamiklerinin farklı dönemlerdeki ayrışmasına dayanmaktadır.

OYAK Çimento Finansal Tahminler (2025 - 2028)



Resource: PhillipCapital Research

1.Perde (2025-2026): Hacim Liderliğindeki Büyüme

Bu dönemde ciro büyümesinin ana motoru, deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetlerinin sağladığı istikrarlı ve yüksek hacimdir. 2025 bütçesinden bu alana ayrılan devasa kaynaklar, sektör için konjonktürden bağımsız bir talep tabanı oluşturmaktadır. OYAK Çimento, pazar lideri konumu ve bölgedeki güçlü lojistik ağıyla bu talepten doğal olarak en büyük payı alacaktır. Ancak, bu talebin alıcısı büyük ölçüde kamu ihalelerini alan müteahhit firmalardır. İhale rekabetinin getirdiği fiyat hassasiyeti, müteahhitlerin maliyet baskısı oluşturması nedeniyle, şirketin fiyat artışlarını büyük ölçüde maliyet enflasyonu ile sınırlı tutmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla bu dönemde ciro, rekor seviyelerdeki tonajlarla desteklenmekte, ancak reel fiyat artışları sınırlı kalmaktadır.

2.Perde (2027 ve Sonrası): Fiyatlama Gücünün Geri Dönüşü

2027'den itibaren, yeniden inşa projelerinin yavaşlamasıyla birlikte talep motoru, ülke geneline yayılan kentsel dönüşüm gündemine evrilecektir. Bu değişim, müşteri yapısını temelden farklılaştıracaktır. Talep tarafında, kamu ihalelerinin ağırlığı azalırken, binlerce özel müteahhit ve proje geliştiriciden oluşan daha dağınık bir müşteri yapısı öne çıkacaktır. Bu dağınık yapı, OYAK Çimento gibi pazar liderlerinin fiyatlama gücünü yeniden ele almasını sağlayacaktır. Bu dönemde hacim büyümesi daha çok GSYH büyümesine paralel, ılımlı bir seyir izlerken, ciro artışı reel fiyat artışları ve katma değerli ürün satışlarıyla desteklenecektir. Şirketin bu dönemde planladığı potansiyel konsolidasyon hamleleri, pazar payını artırarak bu fiyatlama gücünü daha da pekiştirebilir.

FAVÖK Marjı: Baskı Altında Toparlanma ve Yapısal Genişleme

2025'in 9 aylık döneminde %26 seviyesine seyreden FAVÖK marjının, yılsonuna kadar %26-28'e toparlanacağını ve orta vadede %27-30 seviyesinde istikrar kazanacağını öngörüyoruz. Bu marj gelişimi, yukarıda açıklanan iki perdeli büyüme hikayesiyle de tam uyumludur.

➤ 2025-2026: Maliyet Yönetimiyle Toparlanma

2025'in ilk yarısında yaşanan marj daralmaları, çimento sektörünün çok bileşenli maliyet yapısındaki enflasyonist baskının, fiyat artışlarını geride bırakmasının bir sonucuydu. Bu baskı; (1) Enerji ve Yakıt (ithal kömür/petrokok fiyatlarındaki dalgalanmalar), (2) Hammadde ve Lojistik (klinker, mineral katkı tedariki ve nakliye) ve (3) İşçilik gibi ana maliyet kalemlerinde yoğunlaşmıştır.

Yılın ikinci yarısı ve 2026-2027'de marjlarda görülecek toparlanmanın ana kaynağı, güçlü bir fiyatlamadan ziyade, maliyet tarafındaki normalleşme ve operasyonel verimlilik olacaktır.

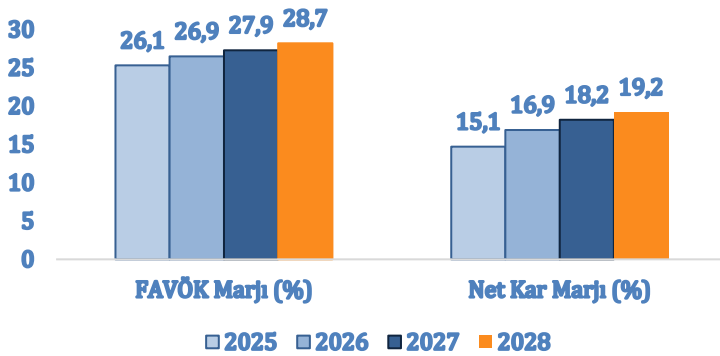
Özellikle, uluslararası piyasalarda beklenen enerji maliyetlerindeki gevşeme, şirketin alternatif yakıt kullanımını (ATY) artırması ve 'OYAK Çimento 4.0' gibi dijitalleşme adımlarıyla sağlanan teknolojik verimlilik gibi iç verimlilik önlemleri, altyapı ve yeniden imar projelerinde artan rekabetin yarattığı fiyat baskısını dengeleyerek marjların kademeli olarak toparlanmasına olanak tanıyacaktır.

2027 ve Sonrası: Karlılık Odaklı Yeni Normal

FAVÖK marjının yapısal olarak %27-30 ve üzerine yerleşmesi bu dönemde beklenebilir. Bunun arkasındaki temel dinamikler şunlardır:

- **Artan Fiyatlandırma Gücü:** Kentsel dönüşüm odaklı dağınık müşteri yapısı, şirketin daha karlı bir ürün ve fiyatlandırma karması uygulamasına olanak sağlayacaktır.
- **Operasyonel Olgunluk:** Sürdürülebilirlik ve verimlilik odaklı yapılan yatırımların (WHR, ATY artışı) tam olarak devreye girmesiyle ton başına maliyetlerde sağlanacak yapısal düşüş.
- **Karbon Maliyet Avantajı:** Türkiye'nin ETS sisteminin devreye girmesiyle, sektör ortalamasından daha düşük emisyonlu üretime sahip olan OYAK Çimento, rakiplerine göre maliyet avantajı elde etme veya karbon kotalarından gelir yaratma potansiyeline sahip olacaktır.

OYAK Çimento Karlılık Marjları Tahminleri (2025 - 2028)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Yatırım Harcamaları (CAPEX): Verimlilik ve Sürdürülebilirlik Odağı

Şirketin yatırım harcamalarının satışlara oranı 2020-2023 döneminde %5,5 - %9,8 aralığında dalgalı bir seyir izlemiştir. 2024 yılında ise bu oran, şirketin sürdürülebilirlik ve enerji verimliliği projelerine (özellikle Ankara'daki 115 MW'lık Güneş Enerjisi Santrali yatırımı gibi) hız vermesiyle birlikte %12,3 seviyesine kadar yükselmiştir.

Tahmin dönemi boyunca, bu büyük ölçekli ve stratejik projelerin (WHR, alternatif yakıt kullanımını artırma ve dijitalleşme) devam etmesi nedeniyle, yatırım harcamalarının satışlara oranının, 2020-2023 dönemine kıyasla yüksek seyrini korumasını bekliyoruz. Bu yatırımlar, şirketin stratejik odağının büyük kapasite artışlarından ziyade, mevcut operasyonları daha verimli, sürdürülebilir kılmaya ve şirketi gelecekteki potansiyel karbon maliyetlerine hazırlamaya kaydığını yansıtmaktadır.

Temel Risk Faktörleri

➤ Enerji Maliyetleri ve Emtia Fiyatlarında Dalgalanmalar

Çimento üretimi, doğası gereği son derece enerji yoğun bir süreçtir ve OYAK Çimento'nun karlılığı, temel olarak kömür, petrokok ve elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı oldukça hassastır. Klinker üretim fırınlarında kullanılan bu fosil yakıtlar, toplam maliyetlerin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Uluslararası piyasalardaki jeopolitik gelişmeler veya arz-talep dengesizlikleri nedeniyle bu emtiaların fiyatlarında yaşanacak ani bir artış, maliyetler müşteri fiyatlarına yansıtılamazsa şirketin kar marjlarını doğrudan baskılayabilir.

➤ Döviz Kurlarındaki Dalgalanmalar

OYAK Çimento'nun finansal yapısı hem gelir hem de gider tarafında döviz kuru hareketlerine maruz kalmaktadır. Şirket, toplam gelirlerinin 2024'te %10,2'sini, 3Ç25'te ise %9,8'den fazlasını oluşturan bir ihracat faaliyeti yürütmektedir ve bu nedenle gelirlerinin bir kısmı döviz cinsindendir. Ancak, üretimde kullanılan ithal kömür ve petrokok gibi ana enerji kalemlerinin maliyeti de döviz bazlıdır. Bu durum kısmi bir doğal hedge mekanizması yaratsa da kurdaki sert dalgalanmalar risk oluşturmaktadır. Özellikle Türk Lirası'nın değer kaybettiği dönemlerde ihracat gelirleri TL bazında artsa da enerji maliyetleri de aynı oranda yükselerek bu avantajı sınırlayabilir.

➤ Çevresel Düzenlemeler ve Karbon Maliyetleri

Uluslararası pazarlardaki en kritik risk faktörü, karbonsuzlaşma politikalarıdır. Özellikle Avrupa Birliği'nin uygulamaya koyduğu Sınırdan Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM), OYAK Çimento gibi büyük ihracatçılar için önemli bir maliyet riski doğurmaktadır. Bu mekanizma, AB'ye ihraç edilen ürünlerin üretim sürecinde ortaya çıkan karbon emisyonlarını vergilendirmeyi hedeflemektedir. Çimento sektörünün karbon yoğun yapısı nedeniyle, bu düzenleme gelecekte şirketin ihracat rekabetçiliğini ve karlılığını doğrudan etkileyecektir. Düşük karbonlu üretim teknolojilerine ve alternatif yakıt kullanımına yatırım yapmayan şirketler, ciddi ek maliyetlerle ve pazar payı kaybıyla karşı karşıya kalabilir.

➤ Alınan Stratejik Önlemler

OYAK Çimento, risklerin etkisini sınırlamak amacıyla çeşitli operasyonel ve finansal önlemler uygulamaktadır. Enerji maliyetlerindeki oynaklığı azaltmak ve karbon ayak izini düşürmek amacıyla, üretim süreçlerinde Atıktan Türetilmiş Yakıt (ATY) kullanım oranı artırılmakta ve böylece fosil yakıtlara olan bağımlılık kısmen düşürülmektedir. Ayrıca, mevcut Atık Isıdan Enerji Geri Kazanım (WHR) tesislerine ek olarak, Ankara Beypazarı'nda yapımı süren 115 MW kapasiteli Güneş Enerjisi Santrali (GES) projesi gibi büyük ölçekli yenilenebilir enerji yatırımları ile elektrik ihtiyacının önemli bir bölümünün şirket içi üretimle karşılanması hedeflenmektedir. Tedarik tarafında ise hem enerji hem de diğer hammadde kalemlerinde tedarikçi ve kaynak çeşitlendirmesi tercih edilmekte, bu da olası arz kesintilerinin etkisini sınırlamaktadır.

Bunun yanında, TCC çatısı altında yer alan Cimpor'un uluslararası varlık yapısı ve kurulan stratejik ortaklık, şirketin tek bir pazarın ekonomik koşullarına olan bağımlılığını kısmen azaltmaktadır.

Değerleme

Değerleme çalışmamızda, enflasyon muhasebesi uygulanmış finansalları esas alarak TL bazlı bir yaklaşım benimsedik. Çimento sektörünün sermaye yoğun yapısı ve şirketin istikrarlı nakit akış profili nedeniyle, %50 indirgenmiş nakit akımı (İNA) ve %50 benzer şirket çarpanları analizi ile daha dengeli bir sonuç elde etmeyi tercih ettik. Bu metodoloji çerçevesinde, İNA yönteminden 143,03 milyar TL, çarpan analizinden ise 157,26 milyar TL hedef piyasa değerleri tespit ettik. **Belirlenen bu ağırlıklar kullanılarak, şirket için ulaştığımız nihai hedef piyasa değeri 150,14 milyar TL ve hedef hisse fiyatı 30,70 TL olarak belirlenmiştir.**

Değerleme yöntemi	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı değer
İNA (milyon TL)	142.645	50%	71.322
Çarpan Analizi (milyon TL)	157.257	50%	78.629
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)			149.951
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)			30,7
Mevcut Fiyat (TL)			21,42
12 Aylık Getiri Potansiyeli			43%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Çarpan Analizi

Çarpan analizimiz, OYAKC'nin 2025 tahmini F/K çarpanı bazında yaklaşık %19, FD/FAVÖK çarpanı bazında ise %36 iskonto ile işlem gördüğünü göstermektedir.

Şirket	Ülke	PD (mn USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Asia Cement Corp	Tayvan	4.213	12,2	10,9	11,2	10,8
Cementır Holding Nv	İtalya	2.882	12,5	11,6	6,1	5,8
Ciments Du Maroc	Fas	2.999	20,3	16,6	11,0	8,7
Gcc Sab De Cv	Meksika	3.302	11,5	10,4	6,5	5,8
Jk Lakshmi Cement Ltd	Hindistan	1.176	21,7	17,4	10,3	8,6
Saudi Cement	Suudi Arabistan	1.530	16,0	12,8	8,8	8,3
Semen Indonesia Persero Tbk	Endonezya	1.083	36,3	22,9	5,6	5,2
Siam Cement Pcl/The	Tayland	7.045	13,9	19,6	12,8	11,1
Star Cement Ltd	Hindistan	1.088	27,8	23,0	11,7	10,3
West China Cement Ltd	Çin	2.130	11,2	9,4	7,0	6,0
Medyan			14,9	14,7	9,6	8,4
OYAKC		2.494	12,0	9,0	6,2	5,0
Prim/ (iskonto)			-19%	-39%	-36%	-41%

Çarpan analizini, şirketin küresel konumunu görmek ve uluslararası benzerleriyle karşılaştırmak açısından faydalı bir tamamlayıcı araç olarak değerlendiriyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Aşağıdaki tablolar Oyak Çimento için 2034 yılına kadar olan serbest nakit akışı hesaplamalarımızı ve AOSM varsayımlarımızı göstermektedir.

İNA modelimizde, tahmin dönemi boyunca yaratılması beklenen serbest nakit akımları (SNA) hesaplanmıştır. Bu nakit akımları ve modelimizin temel varsayımlarından olan %5,50'lik terminal büyüme oranı ile hesaplanan terminal değer, OYAK Çimento için hesapladığımız uzun vadeli ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılarak bugünkü değerlerine indirgenmiştir. İndirgenmiş serbest nakit akımları ile indirgenmiş terminal değer toplamı, şirketin Firma Değeri'ne (Enterprise Value) ulaşmak için kullanılmıştır.

Modelimizde kullandığımız AOSM oranı yaklaşık %36,7 seviyesindedir. Bu görece yüksek oran, mevcut ülke risk primini ve çimento sektörünün sermaye yoğun yapısını yansıtmaktadır.

Değerleme (mn TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	57.741	69.361	81.260	94.716	111.831	128.792	149.200	173.125	204.854	243.670
FVÖK	11.895	14.913	18.284	22.258	26.280	30.266	35.062	40.857	48.550	57.994
FAVÖK	15.085	18.679	22.635	27.215	32.210	37.175	42.941	49.688	58.508	69.901
İşletme sermayesi değişimi	377	982	988	1.548	1.938	1.769	1.949	1.058	1.978	2.167
Sermaye harcamaları	5.659	5.757	5.851	6.062	9.729	9.788	9.698	9.522	11.267	19.494
Vergi Giderleri	2.974	3.728	4.571	5.565	6.570	7.567	8.766	10.214	12.138	14.498
Serbest Nakit Akışı	6.075	8.212	11.225	14.041	13.973	18.051	22.528	28.894	33.125	33.741
İskonto Oranı	1,04	1,36	1,65	1,94	2,37	2,92	3,59	4,42	5,45	6,71
İndirgenmiş Nakit Akımları	5.831	6.026	6.796	7.250	5.898	6.183	6.268	6.531	6.081	5.028

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz faiz oranı	33%	28%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Sermaye risk primi	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Borç Ağırlığı	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Özkaynak Ağırlığı	93%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
Borç/ Özsermaye	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Borçlanma Maliyeti	40%	30%	25%	20%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Özkaynak Maliyeti	37%	32%	27%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
AOSM	37%	31%	27%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%

İNA Bugünkü Değer 61.892

Terminal Büyüme Oranı	5,5%
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	30.006
Firma Değeri	95.118
(-) Net Borç	- 12.033
Piyasa Değeri	107.151
12 aylık Hedef PD	142.645

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.