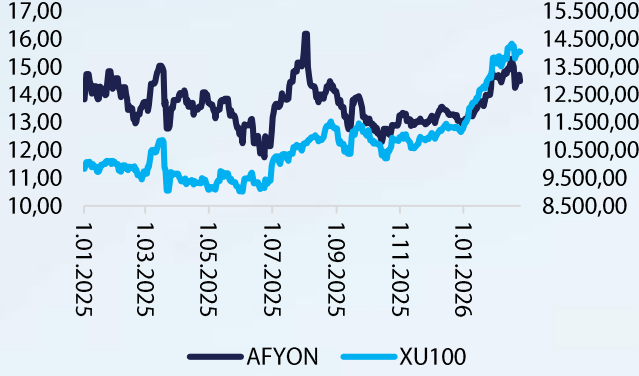


Son Fiyat	14,49
Piyasa Değeri (mln TL)	5.796
Piyasa Değeri (mln \$)	132
F/K	24,05
FD/FAVÖK	4,59
PD/DD	0,76
Hisse Sayısı (mln lot)	400
FDPO (%)	48,58
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	105



ORTAKLIK YAPISI	%
CIMSA	51
Diğer	49

AFYON	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-1,56	3,72	7,29
Getiri (\$)	-1,71	2,47	-10,97
Getiri (XU100-Rölatif)	-1,49	-4,42	-39,46

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	27,80	24,69
Brüt Kar Marjı (Ç%)	20,15	19,17
FAVÖK Marjı (Y%)	31,86	26,70
FAVÖK Marjı (Ç%)	34,63	29,31
Net Kar Marjı (Y%)	13,24	6,23
Net Kar Marjı (Ç%)	7,40	13,76
Net Borç (mln TL)	-1.541,41	-1.059,83
İşletme Sermayesi (mln TL)	185,90	375,54
Cari Oran	2,80	2,36
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	1.154,28	11,32
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	-9,76	-7,13
Brüt Kar Büyüme (Y%)	33,79	-10,92
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	119,82	-10,92
FAVÖK Büyüme (Y%)	22,76	-23,56
FAVÖK Büyüme (Ç%)	29,01	-9,17
Net Kar Büyüme (Y%)	-60,80	-57,10
Net Kar Büyüme (Ç%)	105,56	-44,13

Afyon Çimento – Sınırlı Olumlu

50 günlük duruşu elimine eden sonuçlar

Afyon Çimento, 2025 4. çeyrekte 1,12 milyar TL hasılat, 333 milyon TL FAVÖK ve 167 milyon TL net kar ile tahminlerimize paralel sonuç açıkladı. Ertelemiş vergi varlığı tutarından yalnızca 110 milyon TL düşmesi doğal olarak net karı desteklerken iş bu ertelenmiş vergi yükümlülüğünün 2026'da elimine olacağını dikkate almakta fayda var. (Piyasa Beklentisi: Yok/ Pusula Yatırım: 1,01 milyar TL hasılat, 310 milyon TL FAVÖK, 9 milyon TL net kar)

Sektörde önemli ayrıntılar var. Türkiye çimento sektörü yaklaşık 100 milyon ton üretim kapasite ile Avrupa'nın en büyük, Dünya'nın ise 5. büyük çimento üreticisidir. TÜRKÇİMENTO verilerine göre ülkemizde hali hazırda faal olan 56 entegre çimento fabrikası ve 21 öğütme tesisi bulunmaktadır. TÜRKÇİMENTO tarafından yayımlanan sektör verilerine göre, 2025 yılı Ocak-Kasım döneminde klinker üretiminde önceki yıla kıyasla %4,6 artış ile toplam 74,9 milyon tonluk bir üretim kaydedilmiştir. Aynı dönemde çimento üretiminde geçen yıla kıyasla %9,3 artış yaşanmıştır ve yaklaşık 85,8 milyon ton çimento üretimi gerçekleşmiştir. 2025 yılı Ocak-Kasım döneminde önceki yıla göre iç satışlar %8 artış ile toplam 71 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılı Ocak-Kasım döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre çimento ihracatı %15 artarak 13,9 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde klinker ihracatı ise %29,6 artarak toplam 6,2 milyon ton olarak kaydedilmiştir. 2026 yılından itibaren artık deprem bölgesi talebinin geri planda kalıp sosyal konut ve kentsel dönüşümün gözetildiği bir ortamın talep koşulları ile birlikte fiyatlama dinamiklerinin enflasyon üzerine çıkıp çıkmayacağını takip ediyor olacağız.

2. çeyrekte duruş marjları baskıladı. Fabrikayı modernize hale getirmek ve tüm bakımlarını net bir şekilde yapmak odağıyla 2025 2. çeyrekte 50 günlük duruş süregelmisti. Bu süregelen duruş doğal olarak marjları bir miktar baskılasa da 2026 yılında tekrardan olağan seviyelerine yönelmesini bekliyoruz.

Ege Bölgesindeki zayıf fiyatlama şirketi etkiliyor. Tonajlar bakımından güçlü iştah devam ederken şirket bu sene itibarıyla yurt dışı satışlara da başlamış olup hasılat 4. çeyrekte yıllık %1,81 artışla 1,12 milyar TL olurken yıllık bazda hem 50 günlük duruş hem Ege Bölgesindeki fiyatlama davranışları kaynaklı %9'luk daralma takip edildi. Ege Bölgesindeki rakiplerinin aksine daha az daralan bir yapı takip etmekle birlikte önümüzdeki dönemde bir duruş beklenmemesi ve fiyatlamasının enflasyona görece daha yakın olmasıyla birlikte gelirlerin daha iştahlı olmasını bekleyebiliriz. Hasılat bakımından %2,44'ü yurt dışı %97,56'sı yurt içi olarak kaydedilmiş olup önümüzdeki seneden itibaren %5'lere kadar yurt dışı hasılat yıllıkta görülebilir. Kordsa'dan satın alınan Kratos'un etkisinin de gelirlerde henüz görülmediğini vurgulamakta fayda var olduğunu belirtmekle birlikte 2026'da açık manada takip ediyor olacağız. Yıl boyunca gelirlerin 671,62 milyon TL'sinin CIMSA'ya doğrudan satıldığını belirtmekte fayda var.

Maliyetlerdeki diri seyir karlılığa etki etti. Özellikle hammadde ve malzeme giderlerindeki güçlü seyir maliyetlerin artışını önemli ölçüde etkilemekte olup yeni fabrika enerji maliyetlerine pozitif etki etmeye başlamıştır. Enerji giderlerindeki azalış hammadde ve malzeme giderlerindeki artışı kompanse etmemesi nedeniyle brüt kar 4. çeyrekte %7,87 azalışla 285,7 milyon TL olurken marjlar tarafında son 3 çeyreğin en iyi brüt kar marjı takip edilerek yıllık 621 baz puan daralma ile %19,17 seviyesinde gerçekleşti. 2026 yılında tekrardan %20 üzerine çıkması beklenebilir.

Yönetişim becerisi operasyonel karlılığı destekledi. Detaylandırarak olursak vade farkı gelirleri, dava karşılık iptali, kredi zarar karşılığı iptalleri, tazminat gelirleri çerçevesinde esas faaliyet karı güçlenmeye devam ederken FAVÖK görece amortisman etkisinin 10 milyon TL kadar azalmasıyla birlikte 4. çeyrekte %6,79 düşüşle 333 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Marjlar tarafına bakacak olursak son 3 çeyreğin en iyi FAVÖK marjı takip edilerek yıllık 516 baz puan azalışla %26,7 seviyesinde gerçekleşti. 2026 yılında tekrardan %30 üzerine çıkması beklenebilir.

VUK-TFRS etkisine rağmen net karda kalındı. Çeyreklik 111,7 milyon TL'lik ertelenmiş vergi giderine rağmen 4. çeyrekte 167 milyon TL net kar elde edilerek güçlü net kar iştahının 2026 yılında da devam etme potansiyelinin öncü sinyali teyit edilmiş oldu. Nominal olarak 2026 yılına devreden 233,51 milyon TL'lik ertelenmiş vergi varlığı mevcut. Bu yükümlülüğün eliminasyon sürecini yakından takip ediyor olacağız.

Kratos yansıması bilanço tarafında görüldü. Şirketin, Ekim ayı itibariyle Kordsa'dan satın aldığı Kratos'un etkisi bilanço nezdinde yükümlülük çerçevesinde görüldü. Şirket, nakit yönetim çerçevesinde nakdini kullanmadan borçlanma becerisiyle görece ihtiyatlı bilanço gözetimini sürdürmüştür. Bu yönetim becerisini önemsemeye devam edeceğiz. 2026 yılı itibariyle gelire yansımasının da görülmesini bekliyoruz. Bu etkileşime rağmen serbest nakit akımının pozitif olduğu, net borç/FAVÖK rasyosunun -1 seviyesinde kalmayı başardığı yapıyı takip etmeyi sürdürüyoruz.

Şirket temettü iştahını sürdürüyor. Finansal paylaşılmasına paralel şirket, 1 Nisan günü ödenmek suretiyle net 1,275 TL hisse başına temettü ödeme kararı aldı. Temettü gelirlerinin 260,1 milyon TL'si CIMSAYA ödeniyor oluşu da CIMSAYA için temiz nakit oluşumuna katkı sağlayacak. Temettü verimi bakımından VUK-TFRS karmaşasının olduğu ortamda %8,6 ile temettü verim şampiyonları arasına girmesini bekleyebiliriz.

AFYON nezdinde finansalları zorlu koşullara rağmen dirençli bulmamız, 50 günlük duruşu elimine eden ve temettü dağıtma iştahını sürdüren finansallar olması nedeniyle sınırlı olumlu buluyoruz. 27 Şubat günü gerçekleştirilecek CIMSAYA-AFYON webinarı sonrası detaylı değerlendirmelerimizi paylaşıyor olacağız.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/53 34394
Şişli/İstanbul