OYAK Çimento

Net Kâr Beklentileri Aşarken, Operasyonel Kârlılıkta Baskı Sürüyor...

Yusuf Kemal ERDEKLİ
Analist
yerdekli@sekeryatirim.com.tr

AL
Hedef Fiyat: 31,60 TL
Önceki Hedef Fiyat: 33,35 TL
Kazandırma Potansiyeli: %63,5

OYAK Çimento, 3Ç26 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış konsolide finansallarına göre 2.988mn TL ana ortaklık net kârı açıklamıştır. Açıklanan net kâr, 2.299mn TL olan beklentimizin %30,0, piyasanın 2.350mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin ise %27,2 üzerinde gerçekleşmiştir. Net kâr yıllık bazda %32,1 gerilerken, net kâr marjı 5,2 y.p. düşüşle %16,8'e inmiştir.

Net kârdaki yıllık gerilemede operasyonel kârlılığın zayıflaması, yatırım gelirlerindeki düşüş ve artan parasal kayıp etkili olmuştur. Diğer faaliyet gelir ve giderleri hariç operasyonel kâr yıllık %20,5 azalarak 3.856mn TL'ye gerilerken, yatırım faaliyetlerinden net gelir 517mn TL'den 202mn TL'ye, net finansman geliri 581mn TL'den 497mn TL'ye düşmüştür. Parasal kayıp 296mn TL'den 669mn TL'ye yükselirken, vergi giderinin 1.416mn TL'den 1.223mn TL'ye gerilemesi kârlılığı kısmen desteklemiştir. Ayrıca sigorta tazminatı gelirlerinin 29mn TL'den 148mn TL'ye yükselmesi, FAVÖK hesabımıza dâhil edilmeyen diğer faaliyet gelirlerini artırmıştır. Dolayısıyla net kârın beklentileri aşması, temel operasyonel performansta benzer ölçüde bir iyileşmeye işaret etmemektedir.

Net satış gelirleri, 3Ç26'da yıllık bazda reel %11,1 azalarak 17.763mn TL seviyesinde, 17.682mn TL olan beklentimize ve piyasanın 17.716mn TL medyan beklentisine paralel gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, Marmara ve Ege bölgelerindeki güçlü satış performansı, daha olumlu ürün karması ve çimento satış hacminin çeyreksel %6 artmasıyla ciro bir önceki çeyreğe göre %7,9 yükselmiştir. Çimento segmenti gelirleri yıllık %4,6 gerileyerek 12.363mn TL olurken, deprem bölgesinde talebin normalleşmesi ve zayıf inşaat faaliyetleri nedeniyle hazır beton gelirleri %23,1 azalarak 5.400mn TL'ye düşmüştür. Hazır beton satış hacmi ikinci çeyreğe göre %3 daralırken, artan navlun maliyetlerinin etkisiyle ihracatın toplam cirodaki payı %8,5 seviyesine gerilemiştir.

	TL	US$
Fiyat	19,33	0,39
BİST 100	11.478	230
US$ (MB Alış):	49,9094	
52 Hafta Yüksek:	27,62	0,64
52 Hafta Düşük:	17,88	0,36
Bloomberg/Reuters Kodu:	OYAKC.TI/OYAKC.IS	

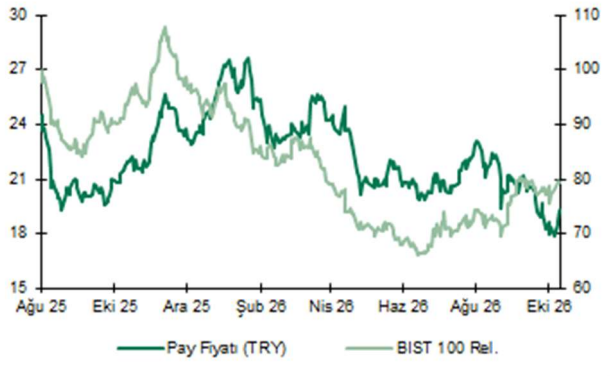
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	4.862

	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	93.976	1.882
Halka Açık PD (TL Mn):	17.855	358

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-7,6	-11,0	-16,1
US$ Getiri (%):	-9,4	-25,2	-27,9
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-1,2	-15,4	-17,7
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	162,1	473,5	442,3
Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	3,3	10,6	9,8

Beta	0,92
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,33
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,24

Ortaklık Yapısı	%
TCC OYAK AMSTERDAM HOLDINGS B.V.	80,05
DİĞER	19,95
Toplam	100,00



Brüt kâr yıllık %16,7 azalarak 4.990mn TL'ye gerilemiş, brüt kâr marjı 1,9 y.p. düşüşle %28,1 olmuştur. Segment bazında çimento brüt kâr marjı yıllık yaklaşık 4,0 y.p. gerileyerek %40,2'ye, hazır beton brüt kâr marjı ise 3,3 y.p. gerileyerek %0,4'e inmiştir. Genel yönetim, pazarlama ve Ar-Ge giderleri toplamının yıllık %0,7 azalması, kârlılıktaki gerilemeyi sınırlasa da fiyat-maliyet baskısını dengelemeye yeterli olmamıştır.

FAVÖK, 3Ç26 döneminde yıllık %14,7 azalarak 5.080mn TL ile 5.393mn TL olan beklentimizin ve piyasanın 5.149mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin altında gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı yıllık 1,2 y.p. düşüşle %28,6'ya gerilemekle birlikte, bir önceki çeyrekteki %24,6 seviyesine göre 4,0 y.p. toparlanmıştır. Çeyreksel iyileşmede çimento hacmindeki artış, daha olumlu fiyatlama koşulları ve enerji maliyetlerindeki verimlilik kazanımları etkili olurken, yıllık bazdaki marj baskısı devam etmiştir. İlk dokuz aylık FAVÖK %13,6 azalarak 11.820mn TL, FAVÖK marjı ise 0,5 y.p. azalarak %25,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Nisan ayında tam kapasiteyle devreye alınan 115 MW'lık Beypazarı GES, eylül sonuna kadar yaklaşık 112 bin MWh elektrik üretirken, 9A26 alternatif yakıt kullanım oranı %28,2 seviyesine ulaşmıştır. Devam eden toplam 13,5 MW'lık atık ısı geri kazanım yatırımlarıyla birlikte bu gelişmelerin enerji maliyetlerini ve orta vadeli marj görünümünü desteklemesini bekliyoruz.

Bilanço tarafında Şirket'in net nakit pozisyonu, finansal yatırımlar dâhil ve kiralama yükümlülükleri hariç yaklaşık 14.049mn TL ile güçlü seyrini korumuştur. Buna karşılık, 9A26'da işletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışı yıllık %35,1 azalarak 4.632mn TL'ye gerilerken, işletme sermayesi kaynaklı nakit çıkışı 2.711mn TL'den 4.865mn TL'ye yükselmiştir. Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarına yönelik nakit çıkışı %23,0 azalarak 4.822mn TL'ye gerilese de serbest nakit akışı yaklaşık 191mn TL negatif gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, OYAK Çimento'nun 3Ç26 finansal sonuçlarının hisse performansı üzerindeki kısa vadeli etkisinin nötr olmasını bekliyoruz. Beklentilerin üzerinde net kâr, çeyreksel operasyonel marj toparlanması ve güçlü net nakit pozisyonuna karşılık, FAVÖK'ün beklentilerin altında kalması, yıllık reel ciro ve kârlılık daralması ile nakit yaratımındaki zayıflık görünümü dengelemektedir. Orta-uzun vadede enerji verimliliği yatırımlarını ve sağlam bilanço yapısını olumlu değerlendirirken, fiyat-maliyet dengesinde kalıcı iyileşme ile hazır beton operasyonlarının gidişatını izlemeyi sürdüreceğiz.

Şirket için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 33,35 TL seviyesinden 31,60 TL seviyesine revize ediyor, 4 Kasım 2026 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımızın %63,5 oranında kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle 'AL' önerimizi sürdürüyoruz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	9A25	9A26	Yıllık	3Ç25	3Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	52.577	46.327	-11,9%	19.982	17.763	-11,1%
Brüt Kar	13.966	11.774	-15,7%	5.993	4.990	-16,7%
Brüt Kar Marjı	*26,6%*	*25,4%*	*-1,1 yp*	*30,0%*	*28,1%*	*-1,9 yp*
Operasyonel Kar	10.446	8.145	-22,0%	4.852	3.856	-20,5%
Operasyonel Kar Marjı	*19,9%*	*17,6%*	*-2,3 yp*	*24,3%*	*21,7%*	*-2,6 yp*
FAVÖK	13.678	11.820	-13,6%	5.953	5.080	-14,7%
FAVÖK Marjı	*26,0%*	*25,5%*	*-0,5 yp*	*29,8%*	*28,6%*	*-1,2 yp*
Net Kar	9.447	5.305	-43,9%	4.403	2.988	-32,1%
Net Kar Marjı	*18,0%*	*11,5%*	*-6,5 yp*	22,0%	16,8%	*-5,2 yp*

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/09	Değişim %
Maddi Duran Varlıklar	44.084	46.179	4,8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.366	9.448	0,9%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	5.824	3.839	-34,1%
Ticari Alacaklar	11.062	13.700	23,9%
Hazır Değerler	17.180	10.044	-41,5%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	12.306	17.746	44,2%
Toplam Aktifler	**99.823**	**100.957**	**1,1%**
Uzun Vadeli Borçlar	1.756	247	-86,0%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.746	1.902	8,9%
Kısa Vadeli Borçlar	0	0	A.D.
Ticari Yükümlülükler	9.254	7.955	-14,0%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.806	7.423	-15,7%
Toplam Yükümlülükler	21.563	17.526	-18,7%
Toplam Özsermaye	78.260	83.431	6,6%
Toplam Pasifler	**99.823**	**100.957**	**1,1%**

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/09	2026/09	Değişim %
Net Satışlar	52.577	46.327	-11,9%
SMM	38.611	34.553	-10,5%
Brüt Kâr	13.966	11.774	-15,7%
Faaliyet Giderleri	3.520	3.629	3,1%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	10.446	8.145	-22,0%
Net Diğer Gelir/(Gider)	413	563	36,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	1.510	589	-61,0%
Finansman Gelir/(Gider)	826	1.549	87,6%
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	-1.717	-1.960	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	**11.478**	**8.886**	**-22,6%**
Vergi	-2.030	-3.582	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	**9.447**	**5.305**	**-43,9%**
Azınlık Payları	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	**9.447**	**5.305**	**-43,9%**

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

UYARI NOTU:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com