

Akçansa

FAVÖK Beklentilerin Altında Kalırken, Ertelenmiş Vergi Geliri Net Kârda Pozitif Sürpriz Sağladı...

Yusuf Kemal ERDEKLİ
Analist
yerdekli@sekeryatirim.com

Akçansa, 2Ç26 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış finansallarına göre 250,6mn TL net kâr açıklamıştır. Açıklanan net kâr rakamı hem bizim beklentimiz hem de piyasa medyanı olan 319mn TL net zarar tahminine karşılık belirgin pozitif sürprize işaret etmektedir. Şirket, geçen yılın aynı çeyreğinde 339,5mn TL net kâr açıklamıştı. Böylece net kâr yıllık bazda %26,2 gerilerken, net kâr marjı 1,6 y.p. düşüşle %3,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Net kârın beklentilerin aksine pozitif gerçekleşmesinde ertelenmiş vergi geliri belirleyici olmuştur. Şirket, operasyonel kârlılıktaki zayıflığın etkisiyle 162,1mn TL vergi öncesi zarar açıklamasına karşın, 412,7mn TL vergi geliri sayesinde 250,6mn TL net kâra ulaşmıştır. Vergi kalemi, 82,3mn TL dönem vergi gideri ile 495,0mn TL ertelenmiş vergi gelirinden oluşmuştur.

Faaliyet dışı kalemler de vergi öncesi zararı kısmen sınırlamıştır. Şirket, geçen yılın aynı çeyreğindeki 34,6mn TL net finansman giderine karşılık 2Ç26'da 46,3mn TL net finansman geliri kaydetmiştir. Bu gelişmede faiz giderlerinin 441,8mn TL'den 290,5mn TL'ye gerilemesi etkili olurken, net parasal pozisyon kazancı da 41,7mn TL'den 64,1mn TL'ye yükselmiştir.

Net satış gelirleri, 2Ç26 döneminde yıllık bazda %9,3 artarak 7.665mn TL seviyesine yükselmiştir. Açıklanan net satış gelirleri, 7.642mn TL olan beklentimize paralel ve piyasanın 7.555mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşmiştir. Toplam çimento satış hacimleri Marmara Bölgesi'ndeki güçlü yurt içi talebin desteğiyle 2Ç26 döneminde yıllık bazda %9,5 artarken, hazır beton satış hacimleri proje bazlı santraller ve ana faaliyet bölgelerindeki artan talebin katkısıyla %27,7 büyümüştür. Güçlü hacim performansına karşın fiyatlamamanın enflasyonun gerisinde kalması, ciro büyümesini sınırlamıştır.

Satışların maliyetinin yıllık bazda %19,5 ile satış gelirlerinden daha hızlı artması sonucunda brüt kâr %62,6 gerileyerek 324,8mn TL'ye düşmüştür. Brüt kâr marjı da 8,2 y.p. daralarak %4,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Üretim maliyetleri tarafında işçilik, diğer üretim giderleri ve satılan ticari malların maliyetindeki yükseliş kârlılık üzerinde baskı oluştururken, güçlü hacim artışı zayıf fiyat-maliyet dengesini telafi etmekte yetersiz kalmıştır.

AL

Hedef Fiyat: 277,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 252,50 TL
Kazandırma Potansiyeli: %18,1

	TL	US\$	
Fiyat	234,60	4,94	
BIST 100	13.703	289	
US\$ (MB Alış):	47,4881		
52 Hafta Yüksek:	241,30	5,14	
52 Hafta Düşük:	122,38	2,89	
Bloomberg/Reuters Kodu:	AKCNS.TI / AKCNS.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	191,45		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	44.913	946	
Halka Açık PD:	8.534	180	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-1,9	64,7	43,0
US\$ Getiri (%):	-3,7	40,9	29,1
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	3,2	30,4	17,5
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	163,48		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3,7		
Beta	0,38		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,90		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,27		
Ortaklık Yapısı	%		
Heidelberg Materials AG	79,43		
Diğer	20,57		
Toplam	100,00		



FAVÖK, yıllık bazda %63,7 azalarak 339,6mn TL seviyesinde gerçekleşmiş; 378mn TL olan beklentimizin %10,2 ve piyasanın 359mn TL seviyesindeki medyan beklentisinin %5,4 altında kalmıştır. FAVÖK marjı yıllık bazda 8,9 y.p. düşüşle %4,4 seviyesine gerilemiştir. Şirket, çimento ve hazır beton hacimlerindeki büyüme ile disiplinli maliyet yönetiminin karşılaştırılabilir bazdaki kârlılığı desteklediğini belirtirken, raporlanan FAVÖK'teki düşüşün temel nedenini Heidelberg Materials'ın raporlama gerekliliklerinin ilk kez uygulanmasından kaynaklanan konsolidasyon uyarlama düzeltmesi olarak açıklamıştır. Bununla birlikte, söz konusu düzeltmenin raporlanan FAVÖK üzerindeki tutarsal etkisine ilişkin ayrıntılı bir mutabakat paylaşılmamıştır.

Bilanço tarafında, nakit ve nakit benzerleri 2025 yıl sonuna göre %43,8 azalarak 3.993mn TL'ye gerilerken, kısa vadeli banka kredileri %26,0 azalışla 3.497mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin açıkladığı verilere göre, **2Ç25 sonundaki 606mn TL net borç pozisyonu 2Ç26 sonunda 655mn TL net nakit pozisyonuna dönüşmüştür.** Şirket, bu gelişmede ticari işletme sermayesinin satışlara oranındaki gerileme ile geçen yıla kıyasla daha düşük temettü ödemelerinin etkili olduğunu belirtmiştir.

Şirket, 1Y26 döneminde 277,6mn TL negatif işletme nakit akışı yaratmış olmakla birlikte, nakit çıkışı geçen yılın aynı dönemindeki 887,2mn TL'ye göre belirgin şekilde gerilemiştir. İşletme sermayesinden kaynaklanan 1.252mn TL'lik nakit çıkışında ticari borçlardaki 853,6mn TL'lik azalış, stoklardaki 330,3mn TL'lik artış ve peşin ödenmiş giderlerdeki 215,7mn TL'lik yükseliş etkili olmuştur. Yatırım harcamaları yıllık bazda %49,4 artarak 913,7mn TL'ye ulaşırken, yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit çıkışı 843,4mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Finansman faaliyetlerinden ise borç geri ödemeleri, temettü ve finansal kiralama ödemelerinin etkisiyle 922,4mn TL nakit çıkışı kaydedilmiştir.

Stratejik tarafta, Sabancı Holding'in Akçansa sermayesindeki %39,72 oranındaki payının 427,9mn ABD doları karşılığında Heidelberg Materials'a devri 18 Haziran 2026 tarihinde tamamlanmıştır. İşlem sonrasında Heidelberg Materials'ın Şirket'teki payı %79,43'e yükselirken, ana ortak tarafından zorunlu pay alım teklifi için SPK'ya başvuruda bulunulmuştur. Teklif fiyatı ve uygulama takvimi SPK onayının ardından kesinleşecektir.

Sonuç olarak, Akçansa'nın 2Ç26 sonuçlarını karma olarak değerlendiriyoruz. Güçlü çimento ve hazır beton hacimleri sayesinde satış gelirleri beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşirken, zayıf fiyat-maliyet dengesi ve konsolidasyon uyarlama düzeltmesi FAVÖK'ün beklentilerin altında kalmasına neden olmuştur. Net kârın beklentilerin aksine pozitif gerçekleşmesi olumlu olmakla birlikte, sürprizin büyük ölçüde operasyonel olmayan ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklanması kâr kalitesini sınırlamaktadır. Güçlü net nakit pozisyonunu ve devam eden hacim büyümesini olumlu bulurken, marjlardaki belirgin daralma, negatif işletme nakit akışı ve yükselen yatırım harcamalarını önümüzdeki dönemde izlenecek başlıca unsurlar olarak görüyoruz.

Akçansa için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 252,50 TL seviyesinden 277,00 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyor ve tavsiyemizi 'AL' olarak koruyoruz. 5 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %18,1 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

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

Milyon TL	1Y25	1Y26	Yıllık	2Ç25	2Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	13.030	13.672	4,9%	7.012	7.665	9,3%
Brüt Kar	1.118	740	-33,8%	869	325	-62,6%
Brüt Kar Marjı	8,6%	5,4%	-3,2 yp	12,4%	4,2%	-8,2 yp
Operasyonel Kar	193	-257	A.D.	432	-191	A.D.
Operasyonel Kar Marjı	1,5%	-1,9%	-3,4 yp	6,2%	-2,5%	-8,7 yp
FAVÖK	1.196	801	-33,1%	936	340	-63,7%
FAVÖK Marjı	9,2%	5,9%	-3,3 yp	13,3%	4,4%	-8,9 yp
Net Kar	92	-96	A.D.	340	251	-26,2%
Net Kar Marjı	0,7%	-0,7%	-1,4 yp	4,8%	3,3%	-1,6 yp

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/06	Değişim %
Maddi Duran Varlıklar	15.318	15.397	0,5%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.654	4.636	-0,4%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	6.758	6.145	-9,1%
Ticari Alacaklar	5.706	5.509	-3,5%
Hazır Değerler	7.109	3.993	-43,8%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	3.367	3.993	18,6%
Toplam Aktifler	42.912	39.672	-7,6%
Uzun Vadeli Borçlar	882	739	-16,2%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.651	1.460	-11,6%
Kısa Vadeli Borçlar	4.930	3.700	-24,9%
Ticari Yükümlülükler	5.161	4.308	-16,5%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	800	931	16,5%
Toplam Yükümlülükler	13.424	11.138	-17,0%
Toplam Özsermaye	29.488	28.534	-3,2%
Toplam Pasifler	42.912	39.672	-7,6%

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/06	2026/06	Değişim %
Net Satışlar	13.030	13.672	4,9%
SMM	11.912	12.932	8,6%
Brüt Kâr	1.118	740	-33,8%
Faaliyet Giderleri	925	997	7,9%
Net Esas Faaliyet Kârı/ (Zararı)	193	-257	A.D.
Net Diğer Gelir/ (Gider)	-124	-105	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/ Gider	84	67	-20,6%
Finansman Gelir/ (Gider)	159	113	-29,1%
Net Parasal Pozisyon Kazanç/ Kayıp	-26	0	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	286	-183	A.D.
Vergi	-195	87	A.D.
Net Kâr/ (Zarar)	92	-96	A.D.
Azınlık Payları	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	92	-96	A.D.

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 güvenilirliğine 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