

OYAK Çimento

OYAK Çimento (OYAKC): Şirket'i "AL" önerisi ile takip listemize dahil ediyoruz.

Yusuf Kemal ERDEKLİ

Analist

yerdekli@sekeryatirim.com

Türkiye çimento sektörünün pazar ve kapasite lideri konumunda olan OYAK Çimento, sahip olduğu ölçek avantajı, coğrafi yaygınlığı ve güçlü bilanço yapısı ile sektörde öne çıkan şirketler arasında yer almaktadır. Şirket'in Türkiye geneline yayılmış üretim ağı, lojistik avantaj sağlarken farklı talep bölgelerine erişim imkânı sunmakta; yüksek kapasitesi ve esnek üretim yapısı sayesinde iç pazar ve ihracat arasında denge kurabilme kabiliyeti yaratmaktadır.

Bu esneklik, talep koşullarındaki dalgalanmalara karşı operasyonel dayanıklılığı artırırken kapasite kullanım oranlarının daha etkin yönetilmesine olanak tanımaktadır. Bunun yanı sıra güçlü net nakit pozisyonu, Şirket'i yüksek faiz ortamında finansal açıdan daha dirençli bir konuma taşımakta; aynı zamanda yatırım ve büyüme kararlarında önemli bir stratejik esneklik sağlamaktadır.

Operasyonel tarafta ise OYAK Çimento'nun yüksek marjlı çimento faaliyetleri ile hacim sağlayan hazır beton operasyonları arasında kurduğu denge, gelir yapısını çeşitlendirirken sürdürülebilir kârlılığı desteklemektedir. Enerji dönüşümü yatırımları, alternatif yakıt kullanımındaki artış ve üretim süreçlerinde dijitalleşme projeleri ise orta vadede maliyet yapısında kalıcı iyileşme potansiyeli sunmaktadır. Bu unsurlar, Şirket'in yalnızca mevcut performansını değil, aynı zamanda geleceğe yönelik rekabet gücünü de destekleyen temel faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Şirket'in güçlü bilanço yapısı, operasyonel verimliliği ve enerji dönüşümü odaklı yatırımlarının orta-uzun vadede kârlılık ve değerlendirme üzerinde yukarı yönlü katkı sağlamaya devam edeceğini düşünmekteyiz. OYAK Çimento için gerçekleştirdiğimiz değerlendirme çalışması sonucunda, Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 33,35 TL olarak belirlerken, 15.04.2026 kapanış seviyesine göre yaklaşık %30,8 getiri potansiyeli öngörmekteyiz. Bu doğrultuda, OYAK Çimento'yu endeks üzeri getiri potansiyeline sahip olarak değerlendiriyor ve "AL" önerisi başlatarak takip kapsamımıza dahil ediyoruz.

AL
Hedef Fiyat: 33,35 TL
Kazandırma Potansiyeli: %30,8

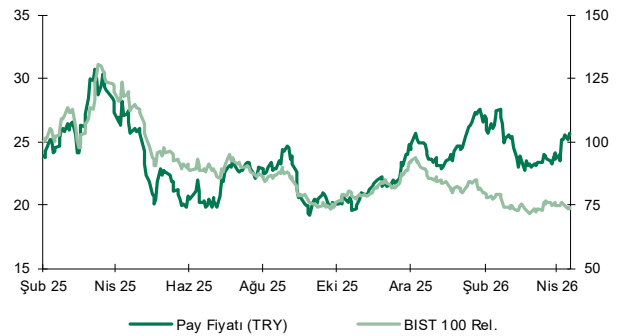
| | TL | US\$ |
|-------------------------|-------------------|------|
| Fiyat | 25,50 | 0,57 |
| BIST 100 | 14.252 | 319 |
| US\$ (MB A İş): | 44,6474 | |
| 52 Hafta Yüksek: | 27,62 | 0,70 |
| 52 Hafta Düşük: | 19,25 | 0,47 |
| Bloomberg/Reuters Kodu: | OYAKC.TI/OYAKC.IS | |

| | | |
|---------------------------|---------|-------------------|
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 4.862 | (TL Mn) (US\$ Mn) |
| Piyasa Değeri (TL Mn): | 123.972 | 2.775 |
| Halka Açık PD (TL Mn): | 29.753 | 666 |

| | S1A | S1Y | YB |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
| TL Getiri (%): | 10,8 | -6,9 | 10,7 |
| US\$ Getiri (%): | 9,2 | -20,9 | 6,3 |
| BIST 100 Göreceli Getiri (%): | 1,8 | -38,7 | -12,5 |
| Ort. İşlem Hacmi (TL Mn): | 358,2 | 613,9 | 569,4 |
| Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn): | 8,1 | 14,8 | 13,1 |

| | |
|------------------------------|------|
| Beta | 1,01 |
| Yıllık Volatilité (Hisse) | 0,34 |
| Yıllık Volatilité (BIST 100) | 0,22 |

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



Yatırım Teması (Investment Thesis)

OYAK Çimento'nun yatırım hikayesi, klasik anlamda yüksek büyüme vadeden döngüsel bir şirket olmaktan ziyade, güçlü bilanço yapısı, yüksek operasyonel verimlilik ve sürdürülebilir nakit üretimi üzerine kurulu bir büyük ölçekli sanayi şirketi temasına dayanmaktadır. Şirket'in cazibesi kısa vadeli fiyat hareketlerinden çok, orta ve uzun vadede istikrarlı değer yaratma kapasitesinden beslenmektedir. Bu yönüyle OYAK Çimento, agresif büyüme hisselerine kıyasla daha dengeli ve öngörülebilir bir performans profili sunmakta, yatırımcıya dayanıklılık ve süreklilik vadeden bir yapı sergilemektedir.

Güçlü net nakit pozisyonu, Şirket'in stratejik esnekliğini artırmakta, yatırım kararlarını daha rahat alabilmesine olanak tanımaktadır.

Mevcut durumda Şirket'in en avantajlı yönlerinden biri de güçlü net nakit pozisyonudur. Yüksek faiz ortamında borçlu şirketlerin finansman giderleri kârlılığı baskılamakta, OYAK Çimento'nun nakit fazlası finansman geliri yaratmakta ve net kârı desteklemektedir. Bu durum, Şirket'i yalnızca operasyonel anlamda değil, finansal açıdan da daha dirençli hale getirmektedir. Aynı zamanda net nakit pozisyonu, Şirket'in stratejik esnekliğini artırmakta, yatırım kararlarını daha rahat alabilmesine ve ekonomik dalgalanmalara karşı daha güçlü bir duruş sergilemesine olanak tanımaktadır. Bu yapı, Şirket'i sektördeki daha yüksek kaldıraçlı rakiplerinden belirgin şekilde ayırmaktadır.

OYAK Çimento, sektör ortalamalarının üzerinde seyreden kârlılık göstergeleri ile dikkat çekmektedir.

Operasyonel tarafta OYAK Çimento, sektör ortalamalarının üzerinde seyreden kârlılık göstergeleri ile dikkat çekmektedir. FAVÖK marjının maliyet baskısının yoğun olduğu 2025 döneminde dahi %25,9 seviyesinde korunabilmiş olması, Şirket'in maliyet yönetimi ve operasyonel disiplin konusundaki başarısını ortaya koymaktadır. Şirket'in iş modeli, yüksek marjlı çimento faaliyetleri ile daha düşük marjlı ancak hacim sağlayan hazır beton faaliyetleri arasında dengeli bir yapı sunmaktadır. Bu sayede hem büyüme hem de kârlılık aynı anda sürdürülebilme, gelir yapısı tek bir segmente bağımlı kalmadan çeşitlenmektedir. Ayrıca Türkiye geneline yayılmış üretim ağı, lojistik maliyetlerinin optimize edilmesine ve bölgesel talep dalgalanmalarına karşı esneklik sağlanmasına katkı sunmaktadır.

Şirket'in orta vadeli hikayesinin merkezinde ise enerji dönüşümü ve verimlilik yatırımları yer almaktadır. Çimento üretiminin enerji yoğun yapısı nedeniyle enerji maliyetleri kârlılık üzerinde belirleyici bir rol oynarken, OYAK Çimento'nun yenilenebilir enerji yatırımları, atık ısı geri kazanım projeleri ve alternatif yakıt kullanımını artırmaya yönelik stratejisi maliyet yapısında kalıcı bir iyileşme potansiyeli sunmaktadır. Bu yatırımların tamamıyla devreye girmesiyle birlikte enerji maliyetlerinin düşmesi, marjların genişlemesi ve karbon emisyonlarının azalması beklenmektedir. Bu durum, Şirket'in yalnızca finansal performansını değil, aynı zamanda sürdürülebilirlik ve regülasyon uyumu açısından konumunu da güçlendirmektedir.

Fiyat artışlarının sınırlı kaldığı bir ortamda dahi satış hacimlerinin artması, Şirket'in pazar gücünü ve operasyonel etkinliğini ortaya koymaktadır.

Talep tarafında ise OYAK Çimento'nun performansı, Şirket'in dayanıklı bir satış yapısına sahip olduğunu göstermektedir. Fiyat artışlarının sınırlı kaldığı bir ortamda dahi satış hacimlerinin artması, Şirket'in pazar gücünü ve operasyonel etkinliğini ortaya koymaktadır. Hazır beton segmentindeki güçlü büyüme, iç pazardaki talep dinamiklerinden faydalanılmasını sağlarken, ihracat hacimlerindeki artış döviz bazlı gelir yaratımı ile finansal performansı desteklemektedir. İhracatın toplam satışlar içerisindeki payının artması, Şirket'in yalnızca iç pazara bağımlı olmadığını ve coğrafi çeşitlilik yaratarak risklerini dengelediğini göstermektedir.

Bunun yanı sıra, Şirket'in yürüttüğü dijitalleşme ve otomasyon projeleri, yatırım temasının daha az görünür ancak kritik bileşenlerinden biridir. IoT ve yapay zekâ

destekli sistemler sayesinde makinelerin performansının anlık izlenmesi, arızaların önceden tespit edilmesi ve bakım süreçlerinin optimize edilmesi mümkün hale gelmektedir. Bu tür uygulamalar kısa vadede finansallara sınırlı yansısı da orta vadede bakım maliyetlerinin düşmesi, plansız duruşların azalması ve üretim sürekliliğinin artması üzerinden kârlılığı destekleyici bir etki yaratacaktır.

Genel olarak değerlendirildiğinde OYAK Çimento, güçlü bilanço yapısı, istikrarlı nakit üretimi ve verimlilik odaklı yatırımları ile öne çıkan bir şirket profili çizmektedir. Bu özellikleriyle Şirket, portföylerde risk-getiri dengesi açısından daha dengeli ve orta vadede değer artışı potansiyeli sunan bir konumda yer almaktadır. Bu nedenle OYAK Çimento, kısa vadeli spekülâtif hareketlerden ziyade, sürdürülebilir kârlılık ve uzun vadeli değer yaratımı arayan yatırımcılar için uygun bir yatırım alternatifi olarak değerlendirilebilir.

Katalistler

En önemli katalistlerden biri enerji maliyetlerinde iyileşme ve yenilenebilir enerji yatırımlarının finansallara yansımaya başlamasıdır.

OYAK Çimento payları açısından orta ve uzun vadede değer yaratabilecek temel katalistler, Şirket'in maliyet yapısındaki iyileşme potansiyeli, operasyonel verimlilik artışı ve talep dinamiklerindeki güçlenme etrafında şekillenmektedir. Bu kapsamda en önemli yukarı yönlü katalistlerden biri enerji maliyetlerinde iyileşme ve Şirket'in gerçekleştirdiği yenilenebilir enerji yatırımlarının finansallara yansımaya başlamasıdır. Yenilenebilir enerji projeleri, atık ısı geri kazanım yatırımları ve alternatif yakıt kullanım oranındaki artış, üretim maliyetlerinin düşmesine katkı sağlayarak FAVÖK marjında kademeli bir genişleme yaratma potansiyeline sahiptir. Enerji maliyetlerinin çimento üretiminde kritik bir gider kalemi olduğu dikkate alındığında, bu alanda sağlanacak her türlü iyileşme Şirket'in kârlılığı üzerinde kaldıraç etkisi yaratacaktır.

Fiyatlama gücünde gözlemlenebilecek bir toparlanma önemli bir katalist olarak öne çıkmaktadır.

Bununla birlikte, fiyatlama gücünde gözlemlenebilecek bir toparlanma da önemli bir katalist olarak öne çıkmaktadır. Enflasyonist baskıların devam ettiği ancak maliyet artışlarının satış fiyatlarına daha etkin yansıtılabildiği bir ortamda, Şirket'in operasyonel kâr ve FAVÖK marjlarında iyileşme görülmesi beklenebilir. Özellikle sektör genelinde fiyat disiplininin artması ve rekabetin daha rasyonel bir zemine oturması, marjların yeniden yukarı yönlü hareket etmesini sağlayabilir. Bu durum, Şirket'in finansal performansına doğrudan ve hızlı bir şekilde yansiyabilecek güçlü bir katalisttir.

Talep tarafında ise kamu yatırımları, sosyal konut ve kentsel dönüşüm projeleri, çimento sektörü açısından en önemli destekleyici unsurlar arasında yer almaktadır. Bu projelerin hız kazanması veya beklenenden daha güçlü bir şekilde devam etmesi, Şirket'in satış hacimlerini artırarak gelir büyümesini destekleyebilir. Ayrıca konut kredisi faizlerinde olası bir gerileme ile birlikte özel sektör konut talebinde yaşanabilecek canlanma da iç pazar dinamiklerini güçlendirecek bir unsur olarak değerlendirilebilir. Talep artışı, özellikle yüksek sabit maliyetli çimento sektöründe marjlar üzerinde olumlu bir kaldıraç etkisi yaratmaktadır.

Şirket'in yurt dışı pazarlarda değerlendirdiği yeni tesis yatırımları toplam satış hacminde ek büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

İhracat tarafındaki gelişmeler de Şirket için önemli bir katalist niteliği taşımaktadır. Küresel talebin güçlenmesi, navlun maliyetlerinin gerilemesi veya yeni pazarlara erişim imkânlarının artması, ihracat hacimlerini destekleyerek döviz bazlı gelirlerin artmasına katkı sağlayabilir. İhracatın toplam satışlar içerisindeki payının yükselmesi, Şirket'in gelir çeşitliliğini artırarak makroekonomik dalgalanmalara karşı daha dayanıklı bir yapı oluşturmaya yardımcı olacaktır. Bu noktada, Şirket'in başta yakın coğrafyalar olmak üzere yurt dışı pazarlarda değerlendirdiği yeni tesis

yatırımlarından sağlanabilecek katkı, toplam satış hacminde ek büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Dijitalleşme ve otomasyon projelerinin finansallara yansımaya başlaması orta vadede önemli bir değer yaratma potansiyeli taşımaktadır.

Şirket'in yürüttüğü dijitalleşme ve otomasyon projelerinin finansallara yansımaya başlaması da orta vadede önemli bir değer yaratma potansiyeli taşımaktadır. Makine sağlığı izleme sistemleri, IoT ve yapay zekâ destekli bakım süreçleri sayesinde plansız duruşların azaltılması, bakım maliyetlerinin düşmesi ve üretim verimliliğinin artması beklenmektedir. Bu tür verimlilik artışlarının kademeli olarak devreye girmesi, operasyonel kârlılığı destekleyen yapısal bir katalist olarak öne çıkmaktadır.

Bunun yanı sıra güçlü nakit pozisyonu, Şirket için potansiyel sermaye dağıtım katalistleri yaratmaktadır. Temettü ödemelerinin ilerleyen yıllarda devam etmesi veya artması, yatırımcı ilgisini destekleyebilecek önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Aynı şekilde Şirket'in güçlü bilançosu sayesinde gerçekleştirebileceği olası birleşme, satın alma veya kapasite artırımı yatırımları da büyüme hikayesini güçlendirebilecek gelişmeler arasında değerlendirilebilir.

Sürdürülebilirlik ve ESG alanındaki gelişmeler de Şirket'in değerlemesi üzerinde etkili olabilecek unsurlar arasında yer almaktadır.

Son olarak, sürdürülebilirlik ve ESG alanındaki gelişmeler de Şirket'in değerlemesi üzerinde etkili olabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Karbon emisyonlarının azaltılması, enerji verimliliğinin artırılması ve uluslararası ESG standartlarına uyumun güçlendirilmesi, Şirket'in global yatırımcılar nezdinde daha cazip hale gelmesine katkı sağlayabilir. Bu durum, özellikle yabancı yatırımcı ilgisinin artması ile birlikte hisse performansı üzerinde olumlu bir etki yaratabilir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, OYAK Çimento için yukarı yönlü katalistler yalnızca maliyetlerin kontrol altına alınması ve operasyonel verimliliğin artırılması ile sınırlı olmayıp, aynı zamanda potansiyel yeni yatırımlar, kapasite artırımları ve stratejik büyüme adımları ile birlikte talep tarafındaki güçlenme etrafında şekillenmektedir. Bu unsurların eş zamanlı olarak devreye girmesi, Şirket'in hem kârlılığında hem de değerlemesinde anlamlı bir iyileşme potansiyeli yaratmaktadır.

Yatırım Riskleri

Çimento sektörü doğası gereği döngüsel olup, makroekonomik gelişmelere yüksek derecede duyarlıdır.

OYAK Çimento'nun güçlü operasyonel yapısı ve sağlam bilanço pozisyonuna rağmen, yatırımcıların karar süreçlerinde dikkate alması gereken çeşitli risk unsurları bulunmaktadır. Şirket'in faaliyet gösterdiği çimento sektörü doğası gereği döngüsel olup, makroekonomik gelişmelere yüksek derecede duyarlıdır. Bu nedenle ekonomik büyümenin yavaşlaması, özellikle inşaat sektöründeki daralma ve kamu yatırımlarındaki olası gerileme, çimento talebini doğrudan etkileyerek satış hacimleri üzerinde baskı yaratabilir. Türkiye ekonomisinde uygulanan sıkı para politikası ve yüksek faiz ortamı, konut talebini sınırlayarak özel sektör kaynaklı inşaat faaliyetlerinde yavaşlamaya neden olabileceğinden, Şirket'in iç pazar performansı bu gelişmelere bağlı olarak dalgalanabilir.

Petrokok ve elektrik fiyatlarında yaşanabilecek artışlar maliyet yapısını doğrudan etkileyerek marjlar üzerinde baskı yaratabilir.

Şirket'in kârlılığı üzerinde en belirleyici risk unsurlarından biri de enerji maliyetleridir. Çimento üretimi yüksek enerji yoğunluğu gerektiren bir süreç olduğundan, petrokok ve elektrik fiyatlarında yaşanabilecek artışlar maliyet yapısını doğrudan etkileyerek marjlar üzerinde baskı yaratabilir. Enerji fiyatlarının global piyasalara bağlı olarak volatil seyretmesi, maliyet öngörülebilirliğini azaltmakta ve operasyonel kârlılıkta dalgalanmalara neden olabilmektedir. Her ne kadar Şirket'in yenilenebilir enerji ve alternatif yakıt yatırımları bu riski orta vadede azaltma potansiyeline sahip olsa da bu yatırımların etkisinin kademeli olarak ortaya çıkacağı dikkate alındığında kısa vadede enerji maliyetleri önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Enflasyonist ortamlarda maliyet artışlarının satış fiyatlarına aynı hızda yansıtılmaması, operasyonel kâr ve FAVÖK marjlarında daralmaya neden olabilmektedir.

Fiyatlama gücü de Şirket'in finansal performansı açısından kritik öneme sahip olan bir diğer risk faktörüdür. Enflasyonist ortamlarda maliyet artışlarının satış fiyatlarına aynı hızda yansıtılmaması, operasyonel kâr ve FAVÖK marjlarında daralmaya neden olabilmektedir. Özellikle rekabetin yoğun olduğu bölgelerde fiyatlama disiplininin bozulması, Şirket'in kârlılığı üzerinde ilave baskı oluşturabilir. Çimento sektörünün bölgesel rekabet yapısı, bazı dönemlerde fiyat rekabetinin artmasına ve marjların aşağı yönlü baskılanmasına yol açabilmektedir.

İhracat faaliyetleri Şirket açısından önemli bir gelir çeşitlendirme unsuru olmakla birlikte, bu alanda da çeşitli riskler bulunmaktadır. Küresel talepte yaşanabilecek daralma, navlun maliyetlerindeki artış, ticaret politikalarındaki değişimler ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar, ihracat gelirlerinin sürdürülebilirliği üzerinde etkili olabilir. Ayrıca Avrupa Birliği başta olmak üzere çeşitli bölgelerde uygulanmaya başlanan karbon düzenlemeleri, çimento ihracatı yapan şirketler açısından ek maliyet yükü oluşturma potansiyeline sahiptir. Bu durum, özellikle karbon yoğun üretim yapan tesisler için rekabet gücünü sınırlayabilir.

Şirket'in yüksek yatırım harcamaları da kısa vadede finansal risk unsuru olarak değerlendirilebilir. Enerji dönüşümü ve kapasite artırımı odaklı yatırımlar uzun vadede kârlılığı destekleyecek olsa da kısa vadede serbest nakit akışı üzerinde baskı yaratabilir. Bu durum, özellikle yatırım dönemlerinde temettü dağıtım kapasitesinin sınırlanmasına veya nakit pozisyonunun azalmasına neden olabilir. Yatırımların beklenen verimlilik artışını sağlayamaması veya geri dönüş sürelerinin uzaması, yatırımın finansal getirisi açısından risk oluşturabilir.

Operasyonel tarafta ise üretim süreçlerinin sürekliliği kritik öneme sahiptir. Çimento üretiminde yaşanabilecek teknik arızalar, plansız duruşlar ve bakım süreçlerindeki aksaklıklar üretim kayıplarına ve maliyet artışlarına yol açabilir. Her ne kadar Şirket'in dijitalleşme ve makine sağlığı izleme projeleri bu riskleri azaltmaya yönelik önemli adımlar içerse de operasyonel risklerin tamamen ortadan kaldırılması mümkün değildir.

Son olarak, regülasyon ve çevresel faktörler de sektör açısından önemli riskler arasında yer almaktadır. Karbon emisyonlarına yönelik düzenlemelerin sıkılaşması, çevresel uyum maliyetlerini artırabilir ve özellikle enerji yoğun üretim yapan şirketler üzerinde ek baskı oluşturabilir. Bu kapsamda, sürdürülebilirlik yatırımlarının zamanında ve etkin şekilde hayata geçirilememesi, Şirket'in rekabet gücünü olumsuz etkileyebilir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, OYAK Çimento güçlü bilanço yapısı ve operasyonel dayanıklılığı sayesinde bu risklerin önemli bir kısmını yönetebilecek kapasiteye sahip olmakla birlikte, sektörün doğası gereği makroekonomik, maliyet ve regülasyon kaynaklı risklerin Şirket performansı üzerinde belirleyici olmaya devam edeceği yatırım kararı almadan önce göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerleme Özeti

OYAK Çimento (OYAKC) için yürüttüğümüz değerlendirme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi kapsamında, Şirket'in 2026-2035 dönemine ilişkin nakit akışları projekte edilerek Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenmiştir. Değerleme varsayımlarında, sıkı para politikası ve devam eden dezenflasyon süreci dikkate alınarak risksiz faiz oranının kademeli olarak gerileyeceği öngörülmüş; 2026 yılı için %32, projeksiyon dönemi ortalaması için ise %19 seviyeleri esas alınmıştır. Terminal büyüme oranı %5 olarak varsayılırken, piyasa risk primi %5,5 ve beta katsayısı 1,01 olarak kabul edilmiştir. Bu çerçevede İNA analizi sonucunda Şirket'in özsermaye değeri 161.944 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında ise, Şirket ile karşılaştırılabilir yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları incelenmiş ve değerlendirilmede medyan 10,36x FD/FAVÖK çarpanı esas alınmıştır. Son 12 ay gerçekleşmiş finansallar üzerinden yapılan hesaplamalar sonucunda Şirket'in özsermaye değeri 162.305 mn TL olarak belirlenmiştir.

| Değerleme Yöntemi | Özsermaye Değeri (mn TL) | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL) |
|---------------------------------------|--------------------------|-----------------|---|
| Piyasa Çarpanları Analizi | 162.305 | 50,00% | 81.153 |
| İNA Analizi | 161.944 | 50,00% | 80.972 |
| Hedef Özsermaye Değeri (mn TL) | | | 162.124 |
| Çıkarılmış Sermaye (mn TL) | | | 4.862 |
| Hedef Pay Başına Değer (TL) | | | 33,35 |
| Kapanış Fiyatı (TL) | | | 25,50 |
| Getiri Potansiyeli | | | 30,8% |

Her iki yönteme eşit ağırlık verilmesi suretiyle ulaşılan ağırlıklandırılmış sonuçlar çerçevesinde, Şirket için 12 aylık hedef özsermaye değeri 162.124 mn TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değer, 4.862 mn TL seviyesindeki çıkarılmış sermaye dikkate alındığında pay başına 33,35 TL hedef fiyata işaret etmektedir.

15.04.2026 tarihli 25,50 TL seviyesindeki son kapanış fiyatı baz alındığında, hedef pay değerimizin yaklaşık %30,8 oranında yukarı yönlü potansiyele işaret ettiği görülmektedir. Mevcut fiyatlama seviyesinin, Şirket'in operasyonel performansı ve orta-uzun vadeli büyüme görünümü dikkate alındığında cazip bir değerlendirme sunduğunu değerlendiriyoruz.

Bu çerçevede, OYAK Çimento'nun mevcut işlem seviyelerinin orta-uzun vadeli yatırımcılar açısından uygun bir giriş imkânı sunduğunu değerlendiriyor; Şirket için "AL" önerisi başlatarak takip kapsamımıza dahil ediyoruz.

(Değerleme çalışmamız raporun ilerleyen kısımlarında detaylı olarak sunulmuştur.)

1. Sektör Analizi

Çimento sektörü, ekonomik aktivite ile yüksek korelasyona sahip, sermaye yoğun, enerji maliyetlerine duyarlı ve belirgin şekilde döngüsel bir yapıya sahiptir. Türkiye özelinde sektör yalnızca genel büyüme dinamiklerinden değil, aynı zamanda kamu yatırımları, konut piyasası, kentsel dönüşüm, sanayi yatırımları ve afet sonrası yeniden inşa süreçlerinden doğrudan etkilenmektedir. Bu nedenle sektörün performansı, üretim ve satış verilerinin yanı sıra makroekonomik ve jeopolitik gelişmelerle birlikte değerlendirilmelidir. Sektörün bu çok katmanlı yapısı, talep tarafındaki dalgalanmaların çoğu zaman gecikmeli ancak güçlü etkiler yaratmasına neden olmakta, bu da şirket finansalları üzerinde dönemsel olarak yüksek oynaklık oluşturabilmektedir. Bu çerçevede sektör, talep tarafındaki genişleme dönemlerinde yüksek kapasite kullanım oranları ve güçlü fiyatlandırma davranışı ile hızlı büyüme sergileyebilirken, daralma dönemlerinde ise yüksek sabit maliyetlere ek olarak kapasite fazlası riski ortaya çıkabilmekte ve bu durum fiyat rekabetini artırarak marjlar üzerinde baskı yaratabilmektedir. Son yıllarda yaşanan pandemi, jeopolitik gelişmeler ve deprem sonrası yeniden inşa süreci, sektörün klasik döngüsel yapısını daha belirgin hale getirirken, talep ve maliyet dinamiklerinin dönemsel olarak ayrıştığı bir görünüm oluşturmuştur.

Küresel Ölçekte Çimento Sektörü

Talep Normalizasyonu, Çin Kaynaklı Baskı ve Bölgesel Ayrışma

Küresel üretim, 2024 yılında 4,0 milyar tona gerilemiş; 2025 yılı itibarıyla ise 3,9-4,0 milyar ton bandında dengelenmiştir.

Küresel çimento sektörü 2024 ve 2025'i kapsayan son iki yıllık dönemde, pandemi sonrası takip edilen yüksek büyüme fazından çıkarak daha durağan ve aşağı yönlü risklerin öne çıktığı bir patikaya geçmiştir. 2023 yılında yaklaşık 4,1 milyar ton seviyesinde gerçekleşen küresel üretim, 2024 yılında 4,0 milyar tona gerilemiş; 2025 yılı itibarıyla ise 3,9-4,0 milyar ton bandında dengelenmiştir. Bu görünüm, sektörün önceki yıllardaki güçlü hacimsel büyüme döneminin ardından normalize olan talep koşullarının üretim üzerindeki etkisinin hissedildiği yeni bir denge sürecine girdiğine işaret etmektedir.

Talep tarafındaki ivme kaybı özellikle Çin kaynaklı zayıflık ile belirginleşirken, sektör genelinde büyüme dinamikleri giderek daha fazla bölgesel faktörlere bağlı hale gelmiştir. 2024 yılında küresel üretimin 4,0 milyar ton seviyesine gerilemesi ve yıllık bazda %2,4 daralma kaydetmesi, bu dönüşümün erken sinyalini oluştururken, 2025 yılı boyunca açıklanan öncü veriler bu zayıf eğilimin devam ettiğine işaret etmiştir.

Çin: Küresel Pazarda Dengeyi Belirleyen Ana Faktör

Çin'de devam eden talep daralması, sektörün küresel görünümü üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir.

Dünya genelinde çimento talebinin en büyük kısmını oluşturan Çin'de devam eden talep daralması, sektörün küresel görünümü üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Çin'de gayrimenkul sektöründeki yapısal sorunlar, zayıf hanehalkı talebi ve altyapı yatırımlarındaki ivme kaybı, çimento tüketiminde yıllara yayılan bir düşüş trendini beraberinde getirmiştir. 2021-2024 döneminde kümülatif olarak %20'nin üzerinde daralan üretim, 2025 yılında da aşağı yönlü seyrini korumuş; yıllık bazda %5-8 aralığında ek daralma beklentisi öne çıkmıştır.

Politika tarafında ise yeni kapasite yatırımlarına getirilen kısıtlamalar ve eski tesislerin devreden çıkarılmasına yönelik düzenlemeler, arz tarafında kontrollü bir daralma yaratmaktadır. Ancak bu adımlar, talep tarafındaki zayıflığı dengelemekte yetersiz kalmakta ve kapasite kullanım oranlarının geçmiş yıllara göre düşük seviyelerde seyretmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede Çin'de gözlenen

gelişmeler, konjonktürel bir yavaşlamanın ötesine geçerek daha kalıcı bir yeniden dengelenme sürecine işaret etmektedir. Sonuç olarak Çin'in küresel üretim içerisindeki payı kademeli olarak gerilerken, sektörün coğrafi dağılımında da orta vadede yapısal bir değişim süreci öne çıkmaktadır.

Hindistan ve Gelişmekte Olan Pazarlar: Büyümenin Yeni Merkezi

Hindistan ve gelişmekte olan ülkeler güçlü iç talep dinamikleri ile sektörün büyüme tarafını desteklemektedir.

Çin'deki zayıflığın aksine, Hindistan ve gelişmekte olan ülkeler güçlü iç talep dinamikleri ile sektörün büyüme tarafını desteklemektedir. Altyapı yatırımları, kentsel dönüşüm ve konut talebi kaynaklı büyüme, üretimde istikrarlı artışın devam etmesini sağlamaktadır. Hindistan'ın yıllık çimento üretim hacmi devam eden konut ve altyapı projelerinin talep desteği ile 2025 yılında %7,1 büyürken, ICRA (Investment Information and Credit Rating Agency of India) raporlarına göre 2026 ve 2027 yıllarında da %6-8 bandında olan büyüme beklentisi, ülkeyi küresel çimento talebinin ana sürükleyicisi konumuna taşımaktadır.

Öte yandan, Vietnam başta olmak üzere bazı Asya ülkeleri üretimlerini ihracat kanalıyla dengelemeye çalışmaktadır. Vietnam'ın Orta Doğu, Afrika ve Doğu Avrupa pazarlarına yönelmesi, küresel ticaret akışlarının yön değiştirdiğine işaret etmektedir. Bu durum, özellikle arz fazlası bulunan ülkeler için ihracatın kritik bir denge unsuru haline geldiğini göstermektedir.

Gelişmiş Pazarlar: Talep Baskısı ve İthalat Dinamikleri

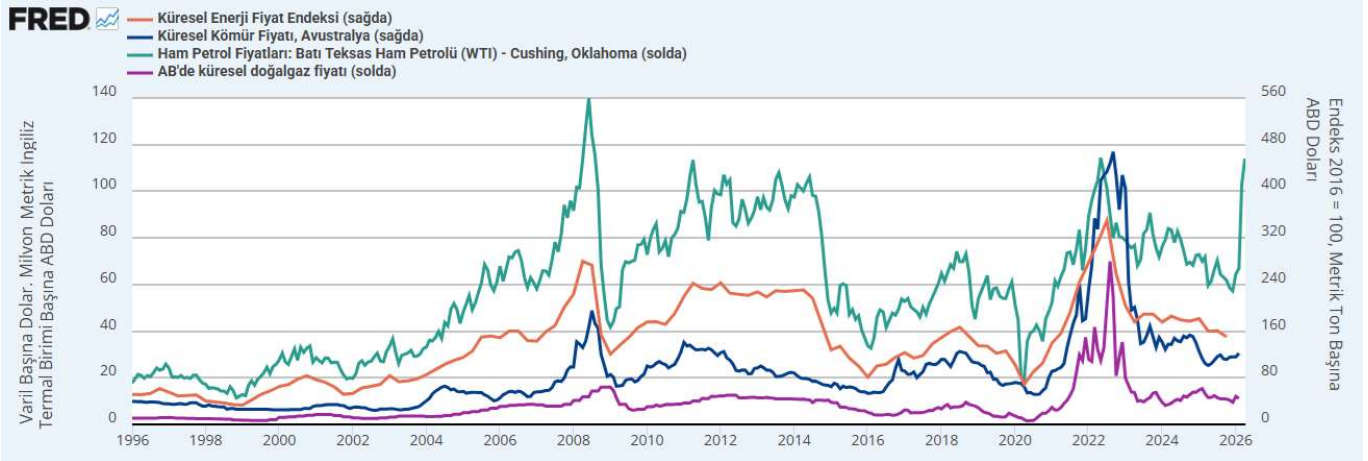
Gelişmiş pazarlarda, yüksek faiz ortamı ve zayıflayan inşaat aktivitesi son yıllarda talep üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

ABD ve Avrupa başta olmak üzere gelişmiş pazarlarda, yüksek faiz ortamı ve zayıflayan inşaat aktivitesi son yıllarda talep üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Özellikle sıkı finansal koşulların konut ve ticari gayrimenkul yatırımları üzerindeki etkisi, çimento tüketiminde belirgin bir ivme kaybına yol açmaktadır. ABD'de çimento sevkiyatı (shipments) ve klinker üretimindeki gerileme iç talepteki zayıflamayı teyit ederken, ithalatın artış eğilimi arz-talep dengesinin kısmen dış kaynaklarla sağlandığını göstermektedir. Bu görünüm, yerel üreticilerin kapasite kullanım oranlarını sınırlamakta ve fiyatlama gücü üzerinde baskı yaratmakta, diğer bölgelerdeki üreticiler içinse ABD pazarına ihracat fırsatı yaratmaktadır.

Avrupa tarafında ise yüksek enerji maliyetleri ve sıkılaştıran çevresel regülasyonlar maliyet yapısını zorlaştırırken, talep tarafındaki zayıf seyir sektör görünümünü baskılamaktadır. Güney Kore gibi bazı gelişmiş pazarlarda inşaat sektöründeki daralma daha belirgin bir tablo ortaya koymakta; çimento talebinde çift haneli düşüşler gözlenmektedir. Bu çerçevede gelişmiş ekonomilerde zayıf talep görünümü korunurken, sektör büyümesinin daha çok gelişmekte olan ülkeler tarafından taşındığı bir yapı öne çıkmaktadır.

Enerji Maliyetlerinin Çimento Fiyatlarına Etkisi

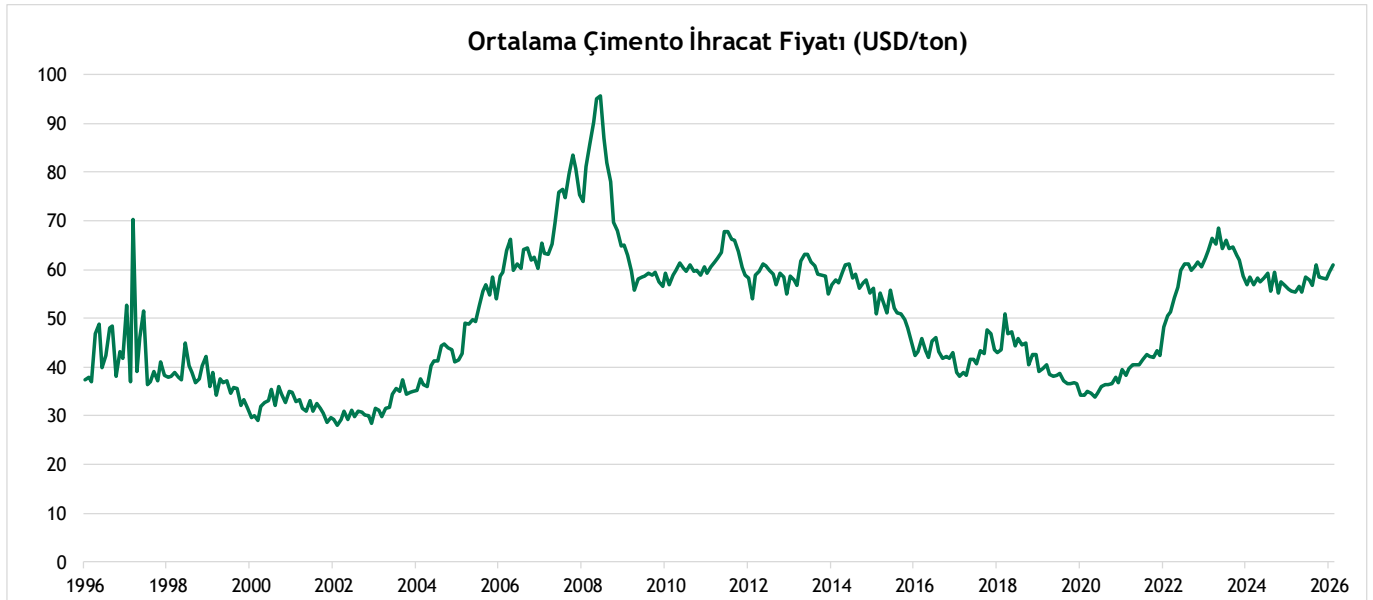
Çimento sektörü, üretim sürecinin doğası gereği yüksek enerji yoğunluğuna sahip olup, enerji maliyetleri sektörün toplam maliyet yapısı içerisinde belirleyici bir paya sahiptir. Özellikle klinker üretimi sırasında ihtiyaç duyulan yüksek sıcaklık seviyeleri, başta kömür ve petrokok olmak üzere fosil yakıt kullanımını zorunlu kılarken, elektrik tüketimi de operasyonel maliyetlerin önemli bir bileşenini oluşturmaktadır. Bu yapı, çimento fiyatlarının tarihsel olarak enerji fiyatlarındaki gelişmelere duyarlı bir seyir izlemesine neden olmaktadır.



Kaynak: Uluslararası Para Fonu (IMF), ABD Enerji Bilgi İdaresi (FRED © aracılığıyla)

Çimento fiyatları enerji maliyetlerini büyük ölçüde takip etmektedir.

Çimento ihracat fiyatları ile küresel enerji fiyatları arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Ancak bu ilişki birebir ve eş zamanlı bir aktarım mekanizmasından ziyade, çoğu zaman gecikmeli ve dönemsel olarak değişen bir geçişkenlik yapısı sergilemektedir. Enerji fiyatlarında yaşanan artışların çimento fiyatlarına yansımaları, sözleşme yapıları, stok seviyeleri, talep koşulları ve rekabet dinamikleri gibi faktörlere bağlı olarak zaman içerisinde kademeli şekilde gerçekleşmektedir. Yukarıdaki grafikte küresel enerji fiyatlarının göstergesi olarak Küresel Enerji Fiyat Endeksi, Küresel Kömür Fiyatı, Ham Petrol Fiyatı ve Küresel Doğal Gaz Fiyatının 1996-2026 yılları arasındaki değişimi gösterilmiştir. Aşağıdaki grafik ise aynı dönemde Türkiye'nin ortalama çimento ihracat fiyatını (beyaz çimento dahil) göstermektedir. Bu iki grafik birlikte değerlendirildiğinde, çimento fiyatlarının enerji maliyetlerini büyük ölçüde takip ettiği, ancak söz konusu geçişkenliğin zamanlama ve büyüklük açısından talep koşulları ve piyasa dinamiklerine bağlı olarak farklılaştığı açık şekilde görülmektedir.



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Şeker Yatırım Araştırma

2003-2008 döneminde küresel ölçekte enerji fiyatlarında gözlenen güçlü artış, çimento fiyatlarında da belirgin bir yükseliş ile karşılık bulmuştur. Bu dönemde petrol, kömür ve genel enerji endeksindeki yukarı yönlü hareket, artan küresel talep ile birleşerek çimento fiyatlarının yaklaşık 30 \$/ton seviyelerinden 90 \$/ton'un üzerine kadar yükselmesine neden olmuştur. Söz konusu dönem, enerji

maliyetlerindeki artışın talep koşulları ile desteklendiği ve fiyatlara güçlü şekilde yansıtılabildiği bir süper döngü olarak öne çıkmaktadır.

2008 küresel finansal krizinin ardından enerji fiyatlarında yaşanan sert düşüş, çimento fiyatlarında da aşağı yönlü bir düzeltmeyi beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte çimento fiyatlarındaki gerilemenin enerjiye kıyasla daha sınırlı ve gecikmeli gerçekleşmesi, sektörün fiyatlama davranışında kontrat yapılarının ve talep tarafındaki görece dayanıklılığın etkili olduğunu göstermektedir. Takip eden 2010-2015 döneminde ise enerji fiyatlarının daha dengeli bir bantta seyretmesi ile birlikte çimento fiyatlarının da 55-65 \$/ton aralığında görece istikrarlı bir görünüm sergilediği izlenmektedir.

2016-2020 döneminde enerji fiyatlarındaki zayıf seyir ve küresel talepteki ivme kaybı, çimento fiyatlarının yeniden aşağı yönlü bir patikaya girmesine neden olmuştur. Özellikle pandemi döneminde talep tarafındaki sert daralma ile birlikte çimento fiyatları yaklaşık 35 \$/ton seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu dönem, enerji maliyetlerindeki düşüşün yanı sıra talep koşullarının da fiyatlar üzerinde belirleyici olduğunu açık şekilde ortaya koymaktadır.

2021-2023 döneminde ise enerji fiyatlarında yaşanan olağanüstü artış, çimento sektörü açısından kritik bir stres testi niteliği taşımıştır. 2022 yılında Rusya - Ukrayna savaşı sonrası petrol, doğal gaz ve kömür fiyatlarındaki sert yükseliş, üretim maliyetlerini ciddi ölçüde artırırken, çimento fiyatlarının da yukarı yönlü tepki verdiği görülmektedir. Bununla birlikte enerji fiyatlarındaki artışın büyüklüğü ile karşılaştırıldığında, çimento fiyatlarındaki yükselişin daha sınırlı kaldığı dikkat çekmektedir. Bu durum, maliyet artışlarının nihai fiyatlara tam olarak yansıtılmadığını ve sektör marjları üzerinde baskı oluşturduğunu göstermektedir.

2024 ve 2025 yıllarını kapsayan yakın dönemde ise dikkat çeken en önemli gelişme, enerji fiyatlarında gözlenen gerilemeye rağmen çimento fiyatlarının görece yüksek seviyelerini korumasıdır. 2023 sonrası dönemde enerji maliyetlerinde normalleşme görülmesine karşın çimento ihracat fiyatlarının yaklaşık 55-65 \$/ton bandında dengelenmesi, sektörün fiyatlama disiplini iyileşmeye işaret etmektedir. Bu ayrışma, arz-talep dengesinin daha sıkı olduğu pazarlarda üreticilerin fiyatları koruyabildiğini ve geçmiş dönemlere kıyasla daha güçlü bir fiyatlama davranışı sergilediğini göstermektedir.

ABD-İsrail-İran arasındaki savaşın enerji piyasaları üzerindeki etkisi, çimento sektörü açısından kısa vadeli maliyet dinamiklerini yeniden ön plana çıkarmaktadır.

Son dönemde Orta Doğu'da artan jeopolitik riskler ve özellikle 2026 yılının ilk yarısında ABD-İsrail-İran arasındaki savaşın enerji piyasaları üzerindeki etkisi, çimento sektörü açısından kısa vadeli maliyet dinamiklerini yeniden ön plana çıkarmaktadır. İran ile bağlantılı gerilimlerin Hürmüz Boğazı üzerinden geçen petrol ve LNG arzını sekteye uğratması, küresel enerji piyasalarında ciddi bir arz şokunu beraberinde getirmiş ve petrol ile doğal gaz fiyatlarında hızlı yükselişlere neden olmuştur. Bu tür bir senaryoda enerji maliyetlerindeki artışın çimento üretim maliyetlerine doğrudan yansımaları beklenirken, fiyatlara geçişin geçmiş dönemlerde olduğu gibi gecikmeli ve sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, enerji fiyatları sektör için temel maliyet belirleyicisi olmaya devam ederken, nihai fiyat oluşumu üzerinde talep koşulları, kapasite kullanım oranları, ihracat pazarlarındaki rekabet ve sözleşme dinamikleri de en az enerji kadar belirleyici rol oynamaktadır. Bu çerçevede çimento fiyatlarının gelecekteki seyrinin, yalnızca enerji maliyetlerindeki gelişmelere değil, aynı zamanda küresel ve bölgesel talep dinamiklerine bağlı olarak şekilleneceği değerlendirilmektedir.

Kapasite Dağılımı ve Arz-Talep Dengesi

Çin yaklaşık 1,5 milyar tonluk kapasitesi ile küresel arzın en belirleyici unsuru olmaya devam etmektedir.

Küresel kapasite tarafı incelendiğinde, sektörün halen yüksek arz yapısını koruduğu görülmektedir. Toplam kapasitenin yaklaşık 4,6 milyar ton seviyesine ulaştığı mevcut görünümde, Çin yaklaşık 1,5 milyar tonluk kapasitesi ile küresel arzın en belirleyici unsuru olmaya devam etmektedir. Hindistan yaklaşık 490 milyon tonluk kapasitesi ile ikinci sırada yer alırken, Türkiye'nin yaklaşık 107 milyon tonluk kapasite ile ilk 10 içerisinde konumlanması, ülkenin hem bölgesel hem de küresel ölçekte önemli bir üretim merkezi olduğunu teyit etmektedir. Bu yapı, küresel ölçekte arzın sınırlı sayıda büyük pazar etrafında yoğunlaştığını ortaya koymaktadır.

| Sıra | Ülke | Entegre Tesis Sayısı | Entegre Kapasite (Mt/yıl) | Öğütme Tesis Sayısı | Öğütme Kapasitesi (Mt/yıl) | Toplam Tesis Sayısı | Toplam Kapasite (Mt/yıl) |
|------|---------------------------|----------------------|---------------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|--------------------------|
| 1 | Çin | 798 | 1358,1 | 56 | 123,5 | 854 | 1481,6 |
| 2 | Hindistan | 165 | 362,7 | 106 | 127,8 | 271 | 490,5 |
| 3 | Vietnam | 79 | 150,1 | 14 | 12,1 | 93 | 162,2 |
| 4 | ABD | 89 | 120,2 | 20 | 10,8 | 109 | 131,0 |
| 5 | Rusya | 73 | 125,6 | 4 | 3,2 | 77 | 128,8 |
| 6 | Endonezya | 31 | 105,9 | 9 | 4,5 | 40 | 110,4 |
| 7 | Türkiye | 54 | 102,3 | 15 | 5,1 | 69 | 107,4 |
| 8 | Brezilya | 63 | 82,5 | 26 | 15,5 | 89 | 98,0 |
| 9 | İran | 71 | 84,8 | 4 | 2,1 | 75 | 86,9 |
| 10 | Mısır | 24 | 76,0 | 2 | 2,1 | 26 | 78,1 |
| | Diğer (153 Ülke ve Bölge) | 904 | 1456,9 | 420 | 255,3 | 1324 | 1712,1 |
| | TOPLAM | 2351 | 4025,1 | 676 | 561,9 | 3027 | 4587,0 |

Kaynak: Global Cement Directory 2026, Şeker Yatırım Araştırma

Bununla birlikte son yıllarda kapasite dağılımı ile talep dinamikleri arasındaki uyumsuzluk, sektörün temel kırılabilirlik alanlarından biri olarak öne çıkmaktadır. Özellikle Rusya, Endonezya ve Mısır gibi pazarlarda kapasite artışına karşın talep tarafındaki zayıf seyir, bu ülkelerde arz fazlasının belirginleşmesine ve fiyatlama gücünün zayıflamasına yol açmıştır. Bu durum, üreticilerin iç pazardaki daralmayı telafi etmek amacıyla ihracata yönelmesine neden olurken, küresel ticarete rekabeti artırarak marjlar üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmaktadır.

Türkiye, Brezilya ve Hindistan gibi pazarlarda iç talep büyümesi devam etmektedir.

Türkiye, Brezilya ve Hindistan gibi pazarlarda daha güçlü seyreden iç talep, kapasite kullanım oranlarının görece yüksek kalmasını sağlamakta ve fiyatlama disiplini desteklemektedir. Bu ülkelerde altyapı yatırımları ve konut talebi, sektöre daha dengeli bir arz-talep yapısı kazandırmaktadır. Diğer taraftan Afrika ve Orta Doğu'da süregelen altyapı yatırımları ve hızlanan şehirleşme eğilimi çimento talebini desteklemeye devam etmektedir. Bu tablo, küresel toplam talebin yatay seyrettiği bir ortamda büyümenin coğrafi olarak yer değiştirdiğini açık şekilde ortaya koymaktadır.

Bu çerçevede küresel çimento sektöründe giderek daha belirgin hale gelen bölgesel ayrışma, ticaret akışlarının yönünü ve fiyatlama davranışlarını ülke bazlı farklılaştırmakta; arz fazlası bulunan ülkelerin ihracat odaklı stratejileri ile talep güçlü pazarlardaki iç tüketim dinamikleri arasındaki denge, sektörün genel kârlılık görünümünü belirleyen ana unsur haline gelmektedir.

Sektörde Rekabet Yapısı, Konsolidasyon Dinamikleri ve Ölçek Ekonomilerinin Belirleyici Rolü

Sektörde en büyük 10 üretici yaklaşık 1,9 milyar tonluk kapasiteyi kontrol etmektedir.

Çimento sektörü, yüksek giriş bariyerleri, sermaye yoğun yapısı ve ölçek ekonomilerinin belirleyici rolü nedeniyle yoğunlaşmanın yüksek olduğu bir yapı sergilemeye devam etmektedir. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere en büyük 10 üreticinin yaklaşık 1,9 milyar tonluk kapasiteyi kontrol etmesi, ölçek avantajının fiyatlama gücü, maliyet yapısı ve operasyonel verimlilik açısından kritik bir unsur olduğunu ortaya koymaktadır. Büyük ölçekli oyuncuların entegre üretim yapıları ve yaygın coğrafi varlıkları, lojistik avantaj ve operasyonel esneklik sağlayarak marj dayanıklılığını desteklemektedir. Bu kapsamda, TCC Grubu küresel ölçeğiyle öne çıkarken, OYAK Çimento ise yurt içindeki lider kapasite konumunun sağladığı avantajlarla öne çıkmaktadır.

| Sıra | Üretici | Bölge | Kapasite (milyon ton/yıl) |
|------|----------------------|-----------|---------------------------|
| 1 | CNBM | Çin | 530,0 |
| 2 | Anhui Conch | Çin | 407,0 |
| 3 | Holcim | İsviçre | 203,4 |
| 4 | Heidelberg Materials | Almanya | 186,9 |
| 5 | Huaxin Cement | Çin | 126,0 |
| 6 | Taiwan Cement | Tayvan | 110,0 |
| 7 | UltraTech | Hindistan | 98,5 |
| 8 | CRMBT | Çin | 93,8 |
| 9 | Cemex | Meksika | 86,2 |
| 10 | Votorantim | Brezilya | 70,7 |
| 32 | OYAK | Türkiye | 24,2 |
| 48 | Limak | Türkiye | 16,0 |

Kaynak: Global Cement Directory 2026, Şeker Yatırım Araştırma

Rekabet yapısı incelendiğinde sektörün ölçek ve konsolidasyon ekseninde şekillendiği görülmektedir. Çin merkezli üreticiler kapasite büyüklüğü ile öne çıkarken, Avrupa ve ABD merkezli çok uluslu şirketler coğrafi çeşitlilik, ileri teknolojik altyapı ve verimlilik odaklı operasyonel yapıları ile farklılaşmaktadır. Bu durum, rekabetin yalnızca kapasite üzerinden değil, aynı zamanda operasyonel kalite ve sermaye verimliliği üzerinden de şekillendiğine işaret etmektedir.

Son dönemde küresel oyuncuların portföylerini daha seçici bir yaklaşımla yeniden yapılandırdığı görülmektedir. Düşük kârlılık sunan veya büyüme potansiyeli sınırlı pazarlardan çıkış, buna karşılık daha yüksek talep ve marj potansiyeli sunan bölgelere yönelim öne çıkmaktadır. Varlık satışları, ortaklık yapıları ve bölgesel yeniden konumlandırma adımları, şirketlerin sermaye verimliliğini artırma ve bilanço yapılarını güçlendirme hedefleriyle uyumlu ilerlemektedir. Bu süreç, sektörün dinamik bir konsolidasyon fazı içinde olduğuna işaret etmektedir.

Sürdürülebilirlik odaklı dönüşüm, rekabet dinamiklerini giderek daha belirleyici hale getirmektedir.

Öte yandan sürdürülebilirlik odaklı dönüşüm, rekabet dinamiklerini giderek daha belirleyici hale getirmektedir. Düşük karbonlu üretim teknolojileri, alternatif yakıt kullanımı ve karbon yakalama çözümlerine yönelik yatırımlar, regülasyon kaynaklı risklerin yönetimi ve uzun vadeli maliyet yapısının optimize edilmesi açısından kritik önem taşımaktadır. Bu kapsamda ölçek avantajına sahip üreticiler, dönüşüm yatırımlarını daha etkin finanse ederek rekabet avantajlarını güçlendirmektedir.

Sektörün yapısal olarak yerel talep dinamiklerine bağlı olması, fiyatlama ve kârlılık göstergelerinin büyük ölçüde ülke bazlı arz-talep dengelerine göre şekillenmesine neden olmaktadır. Çimentonun düşük birim değeri ve yüksek taşıma maliyetleri uluslararası ticareti sınırlarken, küresel ölçekte yatay seyreden talep görünümüne

rağmen bölgesel ayrışmanın belirginliğini koruduğu bir yapı ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak, sektör yüksek yoğunlaşma yapısını korurken, rekabetin ölçek, verimlilik ve sermaye tahsisi ekseninde daha seçici ve stratejik bir çerçevede şekillendiği görülmektedir. Bu yapı, önümüzdeki dönemde konsolidasyon eğilimlerinin devam edeceğine ve büyük oyuncular arasındaki rekabetin daha disiplinli bir zemine taşınacağına işaret etmektedir.

Genel Değerlendirme

Son iki yıllık dönemde küresel çimento sektörü, yüksek büyüme döneminden çıkararak daha yatay bir büyüme patikasına oturmuştur.

2024 ve 2025'i kapsayan son iki yıllık dönemde küresel çimento sektörü, yüksek büyüme döneminden çıkararak daha yatay bir büyüme patikasına oturmuştur. Çin kaynaklı talep daralması küresel büyümeyi aşağı çekmeye devam ederken, Hindistan ve diğer gelişmekte olan pazarlar sektörü desteklemeye devam etmektedir. Bununla birlikte kapasite fazlası, bölgesel talep farklılıkları ve artan ihracat rekabeti, sektörün temel belirleyicileri olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde talep tarafında sektör performansının; Çin'deki talep toparlanmasının zamanlaması, Hindistan başta olmak üzere gelişmekte olan pazarlardaki büyümenin sürdürülebilirliği, küresel ticaret akışlarının yönü tarafından şekilleneceği değerlendirilmektedir.

Sektörün Yapısal Dönüşümü ve Sürdürülebilirlik Dinamikleri

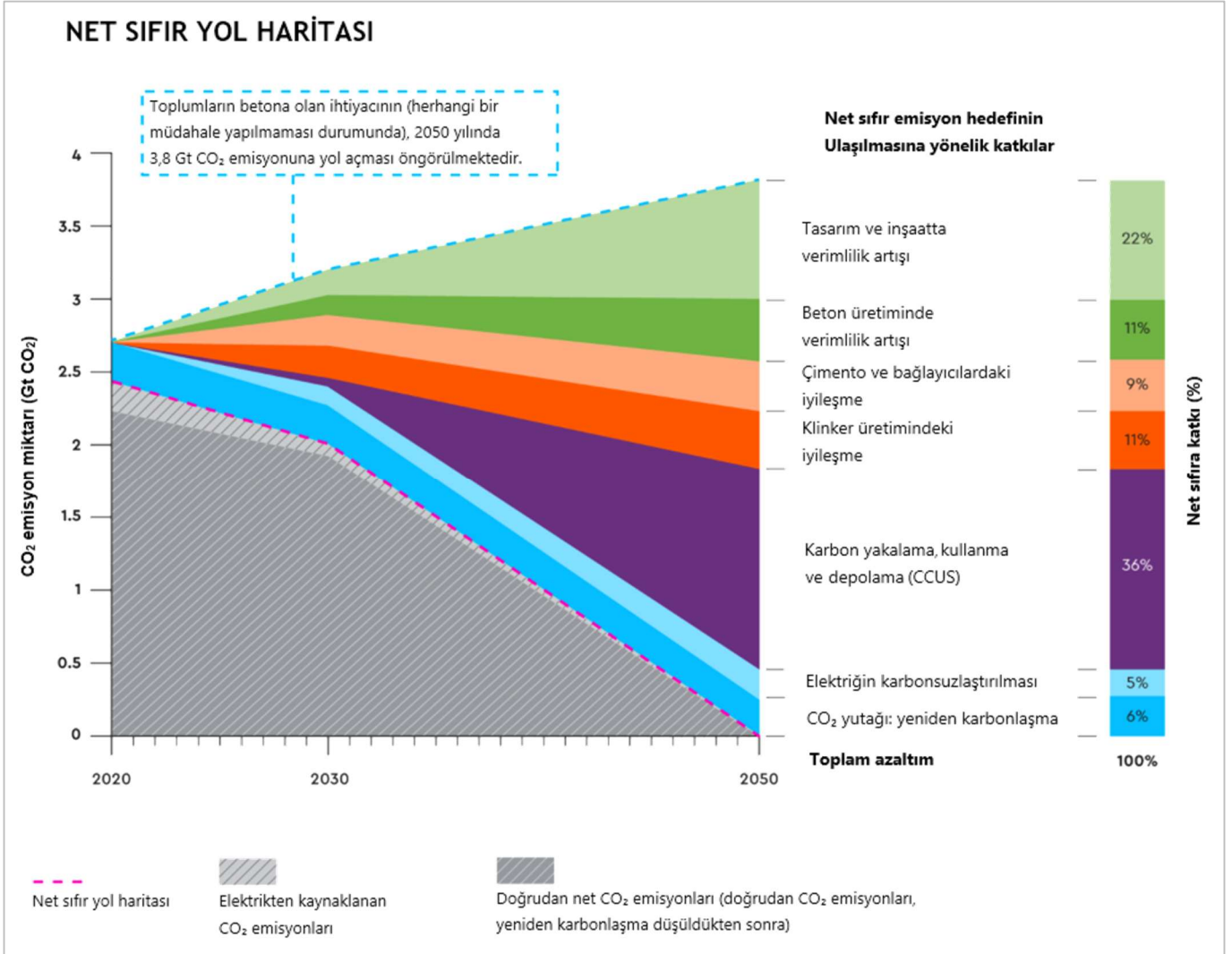
Çimento sektörü, küresel ölçekte karbon yoğunluğu en yüksek sektörlerden biri olması nedeniyle son yıllarda önemli bir yapısal dönüşüm sürecine girmiştir. Özellikle Avrupa Birliği'nin karbon emisyonlarını azaltmaya yönelik politikaları ve sınırda karbon düzenleme mekanizması (CBAM) gibi uygulamaları, sektörün rekabet dinamiklerini köklü şekilde değiştirmektedir. Bu gelişmeler, çimento üreticileri için yalnızca çevresel bir sorumluluk değil, aynı zamanda doğrudan finansal sonuçlar doğuran stratejik bir konu haline gelmiştir. Avrupa Birliği'nin karbon düzenlemeleri kapsamında, karbon yoğun üretim yapan sektörlerin ihracat faaliyetleri ek maliyetlere tabi tutulmaktadır. Bu durum, Türkiye gibi Avrupa'ya ihracat yapan çimento üreticileri için önemli bir risk ve aynı zamanda dönüşüm zorunluluğu yaratmaktadır. Karbon maliyetlerinin fiyatlara yansıtılması, özellikle düşük maliyet avantajı ile rekabet eden üreticiler için marj baskısı anlamına gelebilir. Bu nedenle sektör oyuncularının rekabet gücü artık yalnızca üretim maliyeti ile değil, aynı zamanda karbon ayak izi ile de ölçülmektedir.

Çimento sektörü kaynaklı emisyonlar yaklaşık 2,5 Gt/yıl ile toplam emisyonların yaklaşık %6'sını oluşturmaktadır.

Global Carbon Project tarafından yayımlanan Global Carbon Budget verilerine göre, küresel CO₂ emisyonları yaklaşık 41-42 Gt/yıl seviyesinde gerçekleşirken, çimento sektörü kaynaklı emisyonlar yaklaşık 2,5 Gt/yıl ile toplam emisyonların yaklaşık %6'sını oluşturmaktadır. Bu emisyonların büyük bölümü doğrudan üretim sürecindeki kalsinasyon kaynaklıdır. Toplam emisyonların yaklaşık %60'ı, klinker üretimi sırasında kireçtaşının yüksek sıcaklıkta ayrışmasından kaynaklanan proses emisyonlarından, kalan yaklaşık %40'ı ise üretim sürecinde kullanılan yakıtların yanmasından oluşmaktadır. Buna ek olarak sektörde kullanılan elektrikten kaynaklı dolaylı emisyonlar da toplam emisyonları artırmaktadır. Bu yapı, çimento sektörünü diğer birçok sanayi kolundan ayırmakta olup, emisyonların önemli bir kısmının enerji verimliliği ile tamamen ortadan kaldırılamayan kimyasal süreçlerden kaynaklandığını göstermektedir. Bu nedenle sektörün karbon azaltım süreci, yalnızca enerji dönüşümüne değil, aynı zamanda üretim teknolojileri, yakıt yapısı ve değer zinciri genelinde uygulanacak çok sayıda kaldıraçtan oluşan bütünsel bir yaklaşım gerektirmektedir.

Herhangi bir müdahale yapılmaması halinde küresel çimento ve beton talebine bağlı CO₂ emisyonlarının 2050 yılında 3,8 Gt seviyesine ulaşabileceği öngörülmektedir.

Global Cement and Concrete Association (GCCA) tarafından yayımlanan 2050 yılına yönelik net sıfır yol haritası, sektörün yapısal dönüşümünün kapsamını, temel kaldıraçlarını ve bu kaldıraçların her birinin net sıfır hedefine ulaşmadaki rolünü küresel ortalama üzerinden ortaya koymaktadır. Mevcut eğilimlerin devam etmesi ve herhangi bir müdahale yapılmaması halinde, küresel çimento ve beton talebine bağlı CO₂ emisyonlarının 2050 yılına kadar yaklaşık 3,8 Gt seviyesine ulaşabileceği öngörülmektedir. Bu durum, talep artışı ile emisyon azaltım hedeflerinin eş zamanlı olarak yönetilmesi gerektiğini ve net sıfır hedefine ulaşmanın yalnızca üretim tarafındaki iyileştirmelerle mümkün olmayacağını göstermektedir.



Kaynak: Global Cement and Concrete Association (GCCA), Şeker Yatırım Araştırma

Net sıfır yol haritası, emisyon azaltımının çok katmanlı bir yapıdan beslendiğine işaret etmekte olup, bu kapsamda en büyük katkının yaklaşık %36 ile karbon yakalama, kullanma ve depolama (CCUS) teknolojilerinden sağlanacağı; tasarım ve inşaat süreçlerindeki verimlilik artışlarının ise yaklaşık %22 ile ikinci en önemli katkı alanını oluşturacağı öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, klinker üretimi ve yakıt kullanımındaki iyileşmelerin emisyon azaltımına yaklaşık %11 katkı sağlaması beklenirken, çimento ve bağlayıcı kompozisyonundaki değişimlerin yaklaşık %9, elektrik kullanımında karbonsuzlaşmanın %5 ve yeniden karbonlaşmanın ise %6 seviyesinde katkı sağlaması öngörülmektedir. Bu unsurlar, toplam emisyon azaltımında tamamlayıcı bileşenler olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede sektörün karbon azaltım sürecinin, üretim süreçlerinin ötesine geçerek tasarım, enerji

kullanımı ve nihai kullanım aşamalarını kapsayan bütünsel bir dönüşüm gerektirdiği anlaşılmaktadır.

Söz konusu yol haritasının detayları incelendiğinde, klinker üretiminde sağlanacak tasarrufların dönüşümün temel bileşenlerinden biri olduğu görülmektedir. Dekarbonize edilmiş hammaddelerin kullanımı, enerji verimliliği uygulamaları ve alternatif yakıtların yaygınlaştırılması bu kapsamda öne çıkan unsurlar arasında yer almaktadır. Özellikle alternatif yakıt kullanım oranının küresel ölçekte mevcut %6 seviyesinden 2030 ve 2050 yıllarında sırasıyla %22 ve %43 seviyelerine yükselmesinin öngörülmesi, fosil yakıtlara bağımlılığın azaltılmasının sektör açısından kritik bir dönüşüm alanı olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte alternatif yakıt kullanımının artmasının bazı durumlarda enerji talebini sınırlı ölçüde artırabilmesi, dönüşüm sürecinin teknik açıdan dengeli bir şekilde yönetilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Çimento ve bağlayıcı kompozisyonunda yapılacak iyileştirmeler de emisyon azaltımında önemli bir rol oynamaktadır. Uçucu kül, yüksek fırın cürufu (GGBS), öğütülmüş kireçtaşı ve kalsine kil gibi alternatif malzemelerin kullanımı ile klinker oranının düşürülmesi, sektör genelinde karbon yoğunluğunu azaltan temel kaldıraçlardan biridir. Küresel ölçekte çimentodaki bağlayıcı kompozisyonu içinde güncel durumda %63 olan klinker oranının 2030 ve 2050 yıllarında sırasıyla %58 ve %52 seviyelerine gerilemesinin öngörülmesi, bu dönüşümün yapısal ve kalıcı bir karakter taşıdığını göstermektedir. Bununla birlikte söz konusu malzemelerin arzı ve müşteri kabulü gibi faktörlerin bu alandaki dönüşümü sınırlayabilecek unsurlar arasında yer aldığı anlaşılmaktadır.

Beton üretimi ve kullanım aşamasına ilişkin verimlilik artışları, emisyon azaltımının üretim dışı bileşenlerini oluşturmaktadır. Beton üretiminde endüstriyel süreçlere geçiş, karışım optimizasyonu ve katkı maddelerinin etkin kullanımı ile bağlayıcı talebinde anlamlı azalış sağlanabileceği öngörülmektedir. Bunun yanı sıra tasarım ve inşaat süreçlerinde yapılacak optimizasyonlar, daha az malzeme kullanımı ve daha uzun ömürlü yapı çözümleri aracılığıyla emisyon azaltımına önemli katkı sunma potansiyeline sahiptir. Bu durum, talep tarafı uygulamalarının sektörün karbon azaltım sürecinde giderek daha belirleyici hale geldiğini göstermektedir.

Karbon yakalama, kullanma ve depolama (CCUS) teknolojileri sektörün uzun vadeli dönüşümünün en kritik bileşeni olarak öne çıkmaktadır.

Karbon yakalama, kullanma ve depolama (CCUS) teknolojileri ise sektörün uzun vadeli dönüşümünün en kritik bileşeni olarak öne çıkmaktadır. 2050 yılı itibarıyla yaklaşık 1,37 milyar ton CO₂'nin yakalanarak kullanılacağı veya depolanacağı öngörülmekte olup, bu durum net sıfır hedefinin büyük ölçüde bu teknolojinin ölçeklenmesine bağlı olduğunu göstermektedir. Enerji tarafında ise elektrik üretiminin karbonsuzlaşması ile birlikte sektör kaynaklı dolaylı emisyonların 2050 yılına kadar sıfırlanması hedeflenmektedir. Buna ek olarak betonun kullanım ömrü boyunca atmosferden CO₂ absorbe etmesini ifade eden yeniden karbonlaşma süreci de emisyon azaltımına katkı sağlayan tamamlayıcı bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye çimento sektöründe de bu yapısal dönüşümün hız kazandığı görülmektedir. Şirketler alternatif yakıt kullanım oranlarını artırmakta, enerji dönüşümüne yönelik yatırımlar gerçekleştirmekte ve üretim süreçlerini daha verimli hale getirmeye çalışmaktadır. Bu kapsamda sürdürülebilirlik artık yalnızca bir kurumsal sosyal sorumluluk başlığı olmaktan çıkmış, doğrudan maliyet yapısı, operasyonel verimlilik ve kârlılık ile ilişkili bir stratejik alan haline gelmiştir.

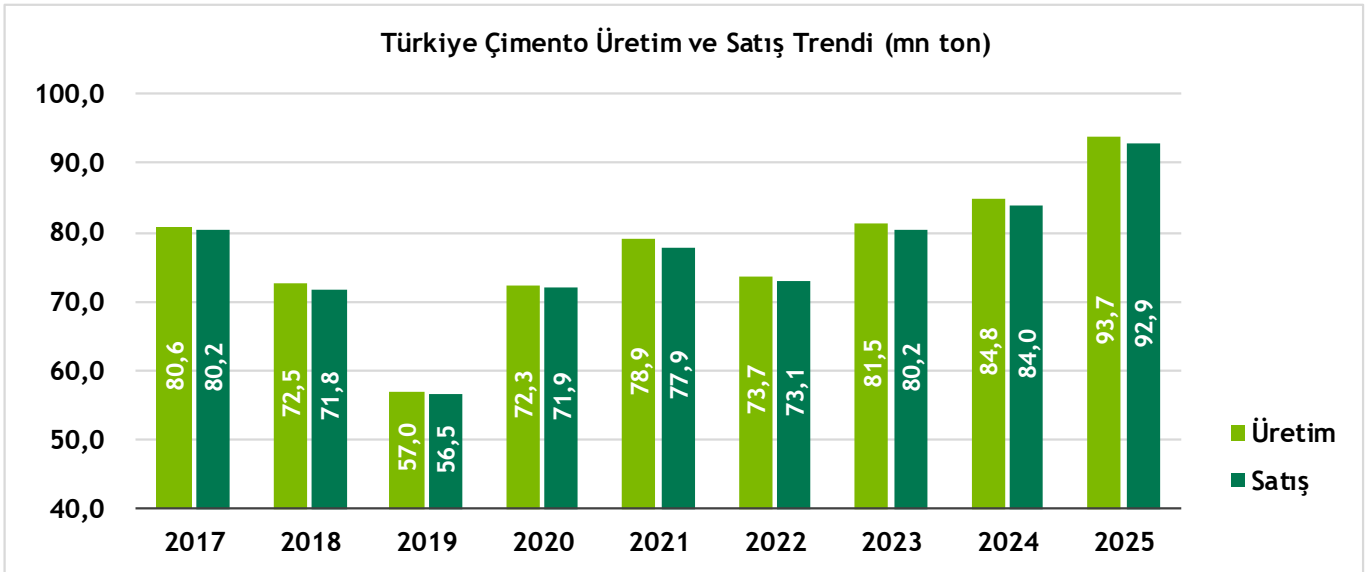
Önümüzdeki dönemde karbon regülasyonlarının daha da sıkılaşması beklenmektedir. Bu durum, gerekli yatırımları zamanında gerçekleştiremeyen ve karbon yoğun üretim yapmaya devam eden şirketler için rekabet dezavantajı yaratabilir. Buna karşılık, enerji dönüşümünü tamamlayan, karbon ayak izini azaltan ve ESG kriterlerine uyum sağlayan şirketlerin hem maliyet avantajı elde etmesi hem de global yatırımcılar nezdinde daha cazip hale gelmesi beklenmektedir.

Bu dönüşüm süreci, sektörün değerlendirme dinamiklerini de etkilemektedir. Geleneksel olarak kapasite ve hacim üzerinden değerlendirilen çimento şirketleri, artık karbon yoğunluğu, enerji verimliliği ve sürdürülebilirlik performansı gibi kriterler üzerinden de değerlendirilmektedir. Bu nedenle sektörün geleceğinde yalnızca üretim kapasitesi değil, üretimin karbon yoğunluğu ve verimlilik düzeyi de belirleyici olacaktır.

Bu çerçevede değerlendirildiğinde, çimento sektöründe sürdürülebilirlik odaklı yapısal dönüşümün hem risk hem de fırsatlar barındırdığı görülmektedir. Regülasyonlara uyum sağlayamayan şirketler için maliyet baskısı ve pazar kaybı riski artarken, dönüşümü başarıyla yöneten şirketler için marj iyileşmesi ve değerlendirme çarpanlarında genişleme potansiyeli söz konusu olabilir. Bu nedenle önümüzdeki dönemde sektör içindeki ayrışmanın, büyük ölçüde şirketlerin bu dönüşüme ne ölçüde adapte olabildiği üzerinden şekilleneceği değerlendirilmektedir.

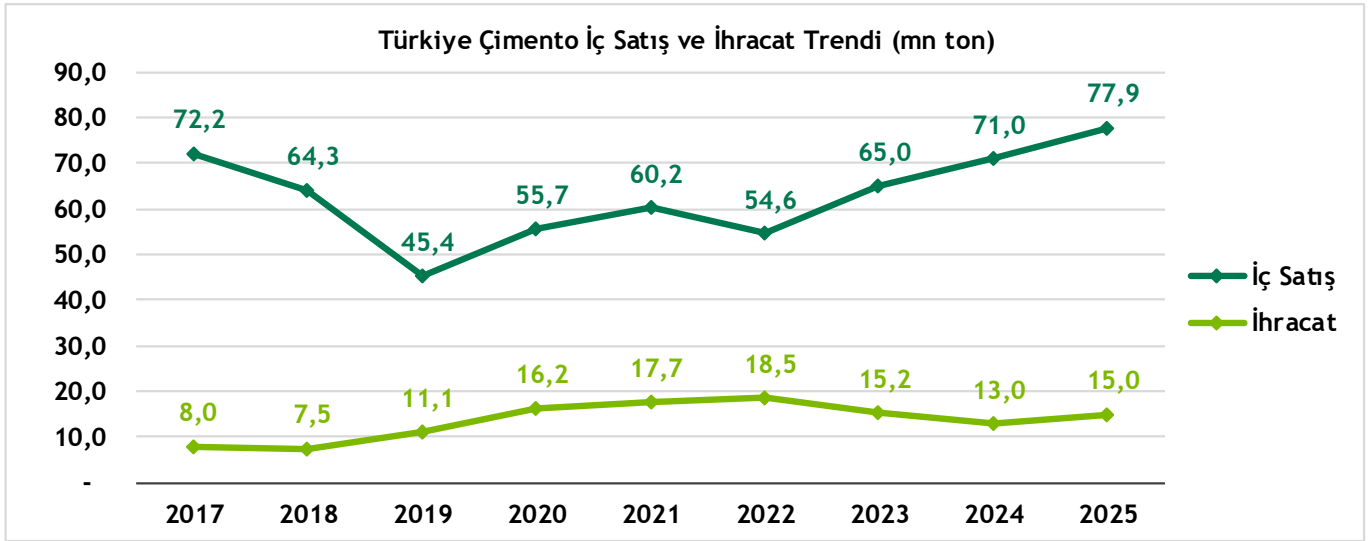
Türkiye Çimento Sektörü

Türkiye çimento sektörü, son dönemde küresel ölçekte gözlenen talep normalizasyonu ve bölgesel ayrışma eğiliminden görece pozitif yönde ayrılmaktadır. Güçlü iç talep dinamikleri ve devam eden kentsel dönüşüm ile altyapı yatırımları sayesinde sektör, 2025 yılı itibarıyla hem üretim hem de satış hacimleri açısından güçlü bir performans sergilemektedir. Bununla birlikte, küresel talepteki sınırlı büyüme ve bazı bölgelerde artan rekabet ortamı, özellikle ihracat kanalları üzerinden fiyatlama gücünü sınırlayan ve marjlar üzerinde dolaylı baskı yaratan bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle sektörün orta vadeli görünümü değerlendirilirken iç talep dinamikleri ile küresel arz-talep dengelerinin birlikte ele alınması kritik önem taşımaktadır.



Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Şeker Yatırım Araştırma

Türkiye çimento sektöründe üretim ve satış verileri incelendiğinde, son yıllarda sektörde belirgin bir döngüsel hareket gözlemlenmektedir. 2017 yılında yaklaşık 80,6 milyon ton seviyesinde gerçekleşen çimento üretimi, 2018'de 72,5 milyon tona, 2019'da ise 57,0 milyon tona kadar gerileyerek sektörün güçlü bir daralma fazına girdiğini göstermiştir. Bu daralma, aynı dönemde Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal sıkılaşma, yükselen faiz oranları ve konut talebindeki sert yavaşlama ile doğrudan ilişkilidir. İnşaat sektöründe yeni proje başlangıçlarının azalması ve yatırım iştahındaki gerileme, çimento talebini baskılayan temel unsurlar arasında yer almıştır. Bu daralma, aynı dönemde iç satışlarda yaşanan sert düşüşle paralel ilerlemiş; iç satış hacmi 2017'deki 72,2 milyon ton seviyesinden 2019'da 45,4 milyon tona kadar gerilemiştir. Bu gelişme, sektörün ekonomik yavaşlamaya ne kadar hızlı ve güçlü tepki verdiğini açık şekilde ortaya koymaktadır. Aynı zamanda sektörün yüksek sabit maliyetli yapısı nedeniyle hacim daralmasının kârlılık üzerindeki etkisinin orantısız şekilde daha sert hissedildiği bir dönem yaşanmıştır.



Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Şeker Yatırım Araştırma

2020 yılı itibarıyla sektörde toparlanma süreci başlamış, üretim yeniden 70 milyon tonu aşarak 72,3 milyon ton seviyesine yükselmiş ve 2021 yılında 78,9 milyon ton ile güçlü bir ivme yakalanmıştır. Bu toparlanmada pandemi döneminde uygulanan genişleyici para politikaları, düşük faiz ortamı ve kredi destekli konut talebindeki artış belirleyici olmuştur. Özellikle kamu bankaları öncülüğünde sağlanan finansman imkanları ve ertelenmiş talebin devreye girmesi, iç pazarda güçlü bir canlanma yaratmıştır. 2022 yılında sektörde sınırlı bir daralma gözlenmiş, bu dönemde artan finansman maliyetleri ve makro belirsizlikler iç talep üzerinde baskı oluşturmuştur. Bununla birlikte 2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşı sonrası Avrupa'da oluşan arz sıkıntısı, Türkiye'nin ihracatını destekleyerek toplam hacimdeki olası daha sert bir daralmayı sınırlamıştır.

Türkiye çimento sektöründe toplam üretim, 2025 yılında 93,7 milyon tona ulaşarak tarihsel zirve seviyesine çıkmıştır.

2023 sonrasında ise sektör yeniden güçlü bir büyüme fazına girmiştir. 2023 yılında 81,5 milyon ton ve 2024 yılında 84,8 milyon ton seviyesinde gerçekleşen üretim, 2025 yılında 93,7 milyon tona ulaşarak tarihsel zirve seviyesine çıkmıştır. Bu dönemdeki büyümenin temel itici gücü, 2023 yılında yaşanan deprem felaketi sonrasında bölgede hız kazanan yeniden inşa faaliyetleri olmuştur. Deprem bölgesinde artan konut ve altyapı yatırımları, iç talebi güçlü şekilde desteklemiş; buna ek olarak kamu yatırımlarının devam etmesi ve kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanması talep tarafını beslemiştir. Satış tarafı da benzer bir eğilimi teyit etmektedir. 2019 yılında toplam çimento satışlarının yaklaşık 56,5 milyon ton seviyesine kadar gerilemesinin ardından, takip eden yıllarda istikrarlı bir artış

gözlenmiş ve 2025 yılında toplam satışlar 92,9 milyon tona ulaşmıştır. Bu tablo, sektörün yalnızca toparlanmakla kalmayıp yeni talep dinamiklerinin devreye girmesiyle daha güçlü bir hacim dengesi oluşturduğunu göstermektedir.

Bu büyümenin kompozisyonu incelendiğinde, iç talebin son dönemde belirgin şekilde öne çıktığı görülmektedir. 2019 yılında 45,4 milyon ton ile dip yapan iç satışlar, 2025 yılında 77,9 milyon ton seviyesine ulaşarak tarihsel zirveye çıkmıştır. Bu gelişimde, yurt içinde deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri, hız kazanan sosyal konut projeleri ve kamu altyapı yatırımlarının artışı belirleyici olmuştur. Bunun yanı sıra kentsel dönüşüm projelerinin ivme kazanması ve ertelenmiş konut talebinin kademeli olarak devreye girmesi de iç talebi destekleyen unsurlar arasında yer almıştır. Bu gelişme, sektör büyümesinin ana sürükleyicisinin yeniden iç pazar olduğunu göstermektedir. Buna karşılık ihracat tarafı, sektörün dengeleyici mekanizması olarak çalışmaya devam etmektedir. İç talebin zayıf olduğu 2019-2022 döneminde çimento ihracatı belirgin şekilde artarak 2022 yılında yaklaşık 18,5 milyon ton ile zirveye ulaşmıştır. Bu dönemde Türkiye'nin rekabetçi maliyet yapısı, kur avantajı ve özellikle Avrupa pazarında oluşan arz açığı, ihracatın güçlü seyretmesini desteklemiştir. Ancak 2023 sonrasında iç talebin yeniden güçlenmesiyle birlikte ihracatın toplam satışlar içindeki payı gerilemiş, 2025 yılında toplam ihracat yaklaşık 15,0 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu gerilemede, üretimin iç pazara yönlendirilmesi ve iç talebin daha yüksek marj sunması etkili olmuştur. Bu durum, sektörün esnek bir talep yönetimi kabiliyetine sahip olduğunu ve kapasite kullanım oranlarını farklı pazarlar üzerinden optimize edebildiğini göstermektedir.

2025 yılında toplam ihracat yaklaşık 15,0 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Sektörün son dönemdeki performansı yalnızca talep dinamikleriyle değil, aynı zamanda küresel ve yerel makro gelişmelerle birlikte şekillenmiştir. Bu dönemde makro koşullar, sektörün klasik döngüsel yapısını daha karmaşık bir hale getirerek hacim ve kârlılık dinamiklerinin zaman zaman birbirinden ayrışmasına neden olmuştur. Artan enerji maliyetleri üretim maliyetlerini yukarı çekerken, talep tarafında gözlenen güçlü seyir ve ihracat imkanları şirketlerin kapasite kullanım oranlarını yüksek tutmasına olanak sağlamıştır. Bu durum, sektörün yalnızca talep odaklı değil, aynı zamanda maliyet ve fiyatlama disiplini üzerinden de değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Özellikle maliyet şoklarının yaşandığı dönemlerde, şirketlerin fiyatlama gücü ve operasyonel esnekliği belirleyici hale gelmiş, bu da sektör içi performans farklılaşmasını artıran bir unsur olmuştur.

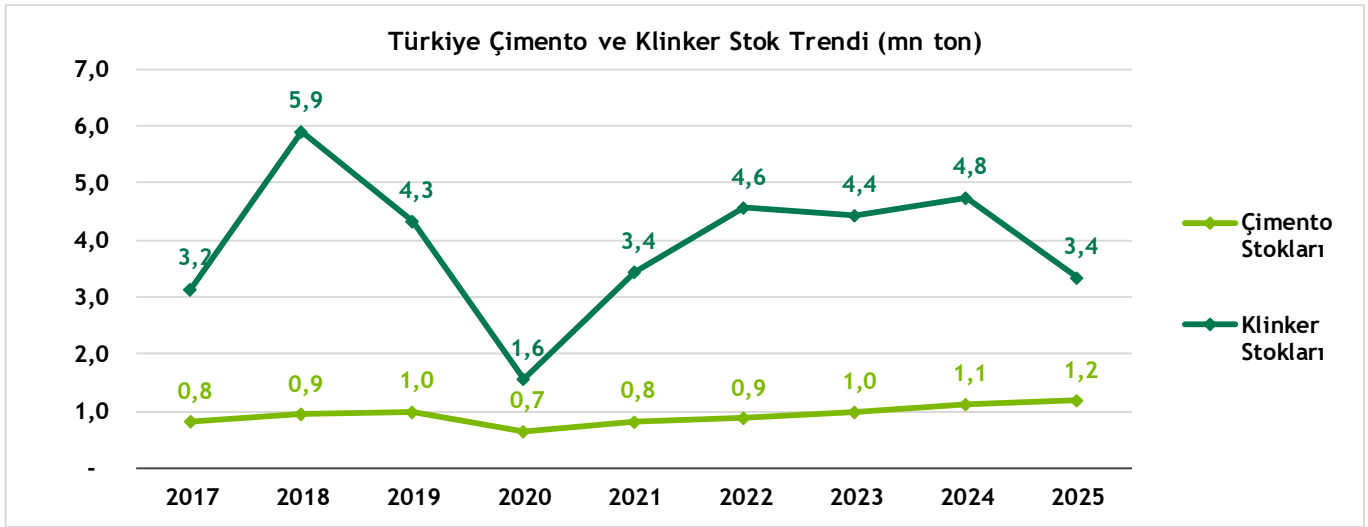
2023 yılından bu yana devam eden deprem bölgesi kaynaklı talep katkısının 2026 yılından itibaren kademeli olarak azalması beklenmektedir.

2023 yılı sektör açısından farklı bir dinamikte öne çıkmaktadır. Türkiye'de yaşanan büyük deprem felaketi, kısa vadede üretim ve lojistik tarafında aksamalara neden olmuş olsa da orta vadede sektöre güçlü bir talep desteği sağlamıştır. Özellikle deprem bölgesinde hasar gören konut stokunun yeniden inşası, altyapı yatırımları ve kamu öncülüğünde yürütülen projeler, çimento talebinde hızlı ve yoğun bir artışa yol açmıştır. Deprem sonrası yeniden inşa süreci, özellikle 2023 ikinci yarısından itibaren iç satışlarda belirgin bir artışa yol açmış, 2024 ve 2025 yıllarında ise bu etkinin daha net hissedildiği görülmüştür. Bununla birlikte söz konusu talep artışının büyük ölçüde geçici bir karakter taşıdığı ve yeniden inşa sürecinin önemli ölçüde tamamlanmasıyla birlikte 2026 yılından itibaren talep katkısının kademeli olarak azalmasının beklendiği unutulmamalıdır. Bu çerçevede sektör talebinin, afet kaynaklı geçici bir büyüme fazından daha dengeli ve sürdürülebilir bir yapıya evrilmesi öngörülmektedir. Bu noktada son dönemde hız kazanan sosyal konut projeleri ve kamu destekli yatırımlar sektör talebi açısından daha sürdürülebilir bir büyüme zemini oluşturmaktadır.

Bununla birlikte sektörün karşı karşıya olduğu en önemli yapısal risk unsurlarından biri enerji maliyetleridir. Rusya-Ukrayna savaşı sonrası dönemde artan enerji

Sektörün karşı karşıya olduğu en önemli yapısal risk unsurlarından biri enerji maliyetleridir.

fiyatları, çimento üretiminde maliyet baskısını artırmış ve şirketlerin fiyatlama gücünü test etmiştir. Özellikle üretim sürecinde yoğun olarak kullanılan petrokok, kömür ve elektrik gibi girdilerde yaşanan maliyet artışları, toplam maliyet yapısı üzerinde belirleyici olmuştur. Bu durum, sektörde üretim hacimlerinin artmasına rağmen marjların aynı ölçüde genişleyememesine neden olmuştur. Ayrıca talebin güçlü olduğu dönemlerde dahi maliyet enflasyonunun fiyatlara tam olarak yansıtılamaması, kârlılık üzerinde baskı oluşturan önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle sektörün mevcut görünümü yalnızca hacim büyümesi üzerinden değil, maliyet yapısı, enerji verimliliği ve fiyatlama disiplini üzerinden de değerlendirilmelidir. Bu noktada alternatif yakıt kullanımı, atık ısı geri kazanım sistemleri ve yenilenebilir enerji yatırımları, şirketler arasında belirgin bir rekabet avantajı yaratmaya başlamış olup, enerji maliyetlerini daha etkin yönetebilen oyuncuların marj performansında pozitif ayrışması beklenmektedir.

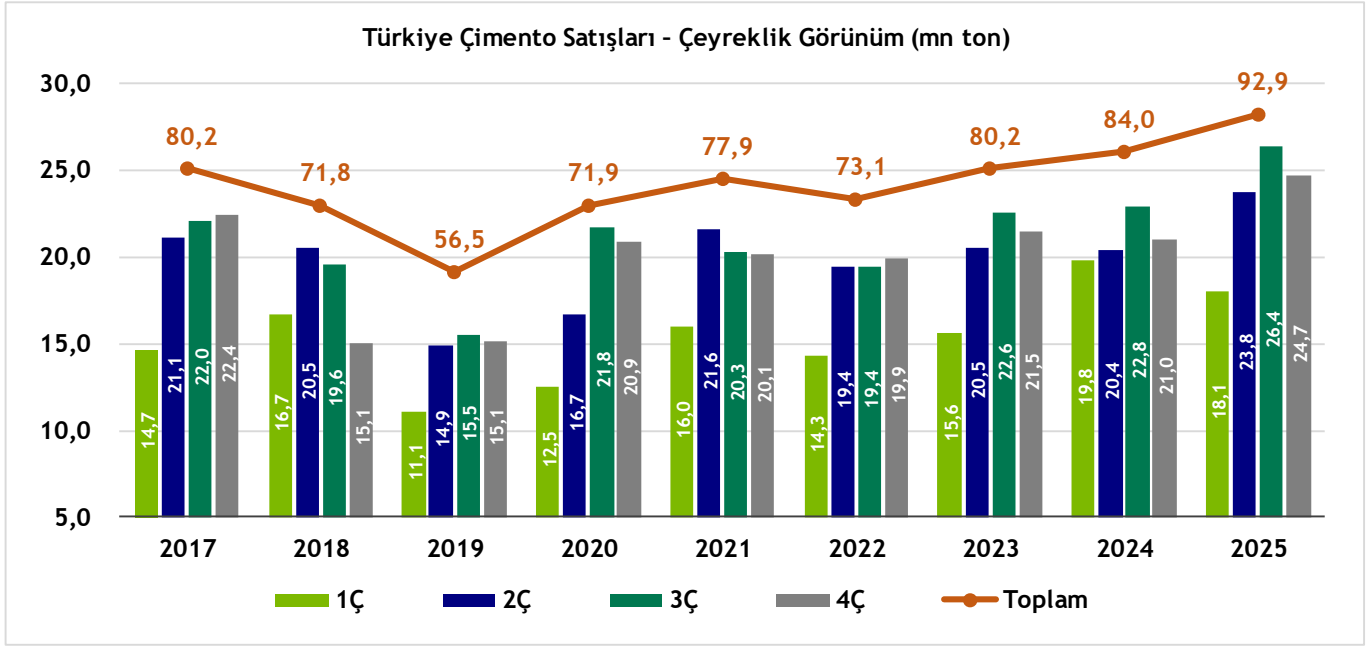


Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Şeker Yatırım Araştırma

Arz-talep dengesi açısından stok seviyeleri önemli sinyaller üretmektedir. Son dönemde çimento stoklarının 0,7-1,2 milyon ton bandında görece düşük ve kontrollü bir aralıkta seyretmesi, nihai ürün tarafında arzın dengeli kaldığını göstermektedir. Buna karşılık klinker stoklarının 1,6 milyon ton ile 5,9 milyon ton arasında daha geniş bir bantta dalgalanması, üretim tarafındaki ayarlamaların daha çok ara ürün üzerinden yapıldığını ortaya koymaktadır. Bu durum, klinkerin ara ürün niteliği nedeniyle üretim planlamasına daha duyarlı olduğunu ve talep koşullarına bağlı olarak stok seviyelerinde daha keskin ayarlamalar yapılabildiğini göstermektedir. Özellikle klinker stoklarında gözlenen bu dalgalı seyir, dönemsel arz-talep dengesizliklerinin üretim tarafında absorbe edildiğine ve sektörün operasyonel esnekliğini kullandığına işaret etmektedir. Bu çerçevede stok dinamikleri, arz-talep dengesinin tamamen sıkı olmadığına ve fiyatlama gücünün dönemsel olarak sınırlanabileceğine işaret etmektedir.

Çeyreklik satış hacimleri, çimento sektöründe mevsimselliğin güçlü ve tekrarlayan bir dinamik olarak varlığını sürdürdüğünü ortaya koymaktadır. İlk çeyrek dönemleri geleneksel olarak düşük satış hacimleri ile öne çıkarken, ikinci ve özellikle üçüncü çeyreklerde inşaat faaliyetlerinin hız kazanmasıyla birlikte belirgin bir hacim artışı yaşanmakta, yılın son çeyreğinde ise talep daha dengeli bir seviyeye oturmaktadır. Bununla birlikte son yıllarda mevsimsellik etkisinin yapısal olarak zayıflamaya başladığı dikkat çekmektedir. Özellikle 2023 sonrasında ilk çeyrek satışlarının geçmiş dönemlere kıyasla daha yüksek seviyelerde gerçekleşmesi, talebin yıl geneline daha dengeli yayıldığına işaret etmektedir. Bu gelişmede deprem sonrası yeniden inşa

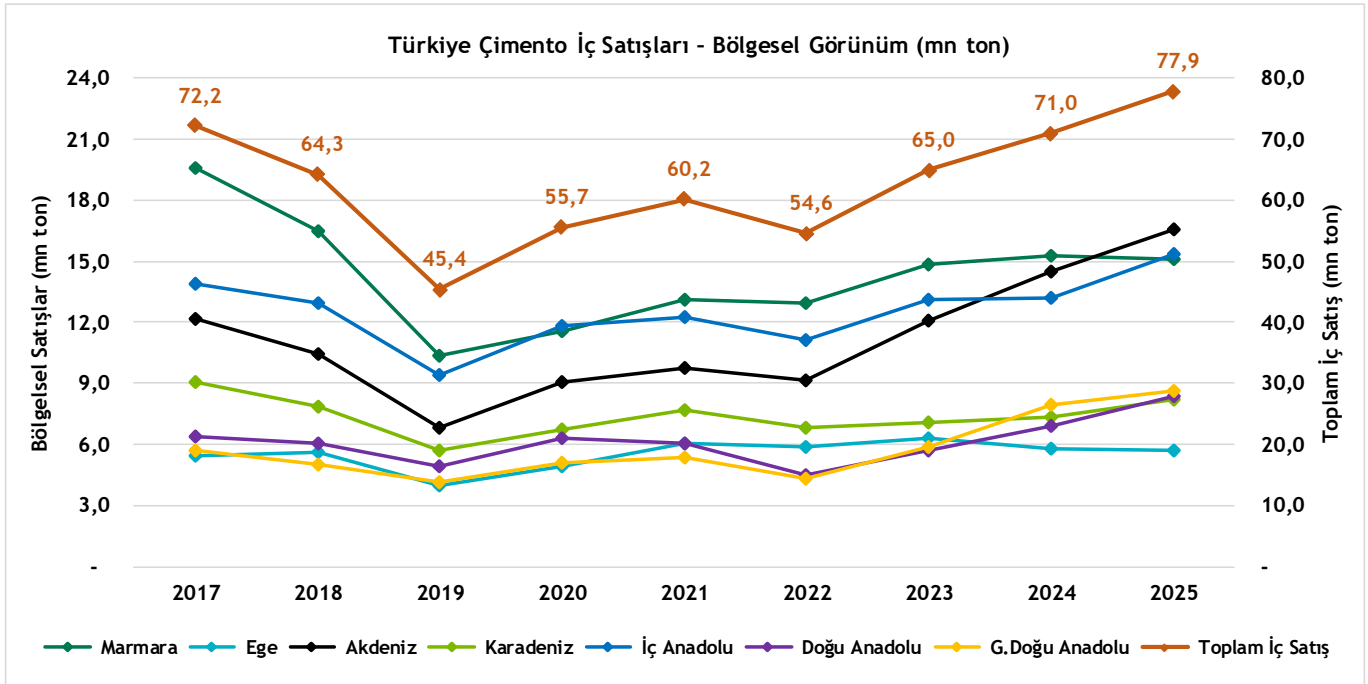
faaliyetlerinin sürekliliği, kamu yatırımlarının yıl geneline yayılması ve sosyal konut projelerinin kesintisiz ilerlemesi etkili olmuştur.



Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Şeker Yatırım Araştırma

Üçüncü çeyreklerin sektör için en güçlü dönem olma özelliğini koruduğu görülmektedir.

Öte yandan üçüncü çeyreklerin sektör için en güçlü dönem olma özelliğini koruduğu görülmekte olup, 2025 yılında ulaşılan yüksek çeyreklik hacimler, sektörün yalnızca mevsimsel dalgalanmalardan değil, aynı zamanda yükselen baz seviyesinden beslendiğini ortaya koymaktadır. Bu çerçevede sektör dinamikleri, klasik mevsimsellik etkisinin devam ettiği ancak talep tabanının genişlemesiyle birlikte yıl içi dağılımın daha dengeli hale geldiği bir yapıya evrilmiştir. Dolayısıyla finansal performansın değerlendirilmesinde yalnızca çeyreklik dalgalanmaların değil, aynı zamanda artan baz seviyesinin yarattığı yeni talep dengelerinin de dikkate alınması gerekmektedir.



Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Şeker Yatırım Araştırma

Sektörde talep dinamikleri bölgesel kısımlarda belirgin şekilde farklılaşmakta olup, bu ayrışma sektörel performansın anlaşılması açısından kritik bir gösterge sunmaktadır. Akdeniz ve Marmara bölgeleri üretim ve ihracat açısından öne çıkarken, İç Anadolu bölgesi güçlü iç talep ile dikkat çekmektedir. Marmara bölgesinde iç satışlar 2019 yılında 10,4 milyon ton seviyesine kadar geriledikten sonra kademeli bir toparlanma ile 2024 yılında 15,2 milyon ton seviyesine ulaşmış ve 2025 yılında 15,1 milyon ton seviyesinde dengelenmiştir. Buna karşılık Akdeniz bölgesi, 2019 yılındaki 6,9 milyon ton seviyesinden 2025 yılında 16,6 milyon tona ulaşarak en güçlü büyüme performansını sergileyen bölge olmuştur. Bu artışta, depremden doğrudan etkilenen illeri de kapsayan Akdeniz hattında yeniden inşa faaliyetlerinin yoğunlaşması ve bölgenin hem üretim hem de sevkiyat açısından kritik bir rol üstlenmesi belirleyici olmuştur. İç Anadolu bölgesi de 9,4 milyon ton seviyesinden 15,3 milyon tona ulaşarak istikrarlı ve güçlü bir talep artışı sergilemiş, bu durum bölgenin geniş bir coğrafi talep alanına hitap etmesi ve iç talep odaklı dağıtım ağı açısından merkezi bir konumda bulunmasıyla ilişkilidir. Buna karşılık Ege ve Karadeniz bölgelerinde daha sınırlı ve yatay bir seyir izlenirken, Doğu ve Güneydoğu Anadolu bölgelerinde son dönemde gözlenen artış, deprem sonrası yeniden inşa süreci ve kamu yatırımlarının bölgesel etkilerini yansıtmaktadır. Özellikle Akdeniz bölgesinin liman erişimi sayesinde ihracat tarafında lider konumda olması, coğrafi avantajların sektör rekabetinde belirleyici olduğunu göstermektedir. Bu durum, üretim tesislerinin konumunun yalnızca operasyonel değil aynı zamanda stratejik bir rekabet unsuru olduğunu ortaya koymakta olup, bölgesel talep farklılıklarının şirketlerin büyüme ve kapasite kullanım performansı üzerinde doğrudan etkili olduğu bir yapıya işaret etmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde Türkiye çimento sektörü, son yıllarda talep ve maliyet dinamiklerinin eş zamanlı olarak şekillendirdiği çok boyutlu bir görünüm sergilemektedir. Pandemi sonrası toparlanma süreci, jeopolitik gelişmeler ve deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri sektör hacmini tarihsel olarak yüksek seviyelere taşıırken, bu büyüme aynı ölçüde kârlılığa yansımamış ve maliyet baskıları belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu durum, sektörün yalnızca hacim artışı üzerinden değil, fiyatlama disiplini, maliyet yönetimi ve operasyonel verimlilik üzerinden değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

İç talep güçlü seyrini korumakla birlikte, talep kompozisyonunda daha dengeli bir yapıya geçiş gözlenmektedir.

Mevcut görünüm itibarıyla iç talep güçlü seyrini korumakla birlikte, talep kompozisyonunda daha dengeli bir yapıya geçiş gözlenmektedir. Deprem kaynaklı talebin kademeli olarak normalleşmesi beklenirken, sosyal konut projeleri ve kamu yatırımları sektörün ana talep sürükleyicileri olarak öne çıkmaktadır. Buna karşılık yüksek faiz ortamının devam etmesi, özel sektör kaynaklı konut talebini sınırlayabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Para politikasında olası bir gevşeme ise konut kredisi kanalı üzerinden talep üzerinde yukarı yönlü bir etki yaratma potansiyeli taşımaktadır.

Önümüzdeki dönemde sektör performansını belirleyecek temel unsurlar; talep tarafındaki bu dönüşümün hızı, enerji maliyetlerinin seyri, karbon regülasyonlarına uyum süreci ve ihracat pazarlarındaki rekabet koşulları olacaktır. Özellikle Avrupa Birliği'nin karbon düzenlemeleri, sektörün üretim yapısını dönüştüren ve ilave yatırım ihtiyacı doğuran önemli bir unsur olarak öne çıkmakta olup, düşük karbonlu üretim kabiliyeti giderek daha kritik bir rekabet faktörü haline gelmektedir.

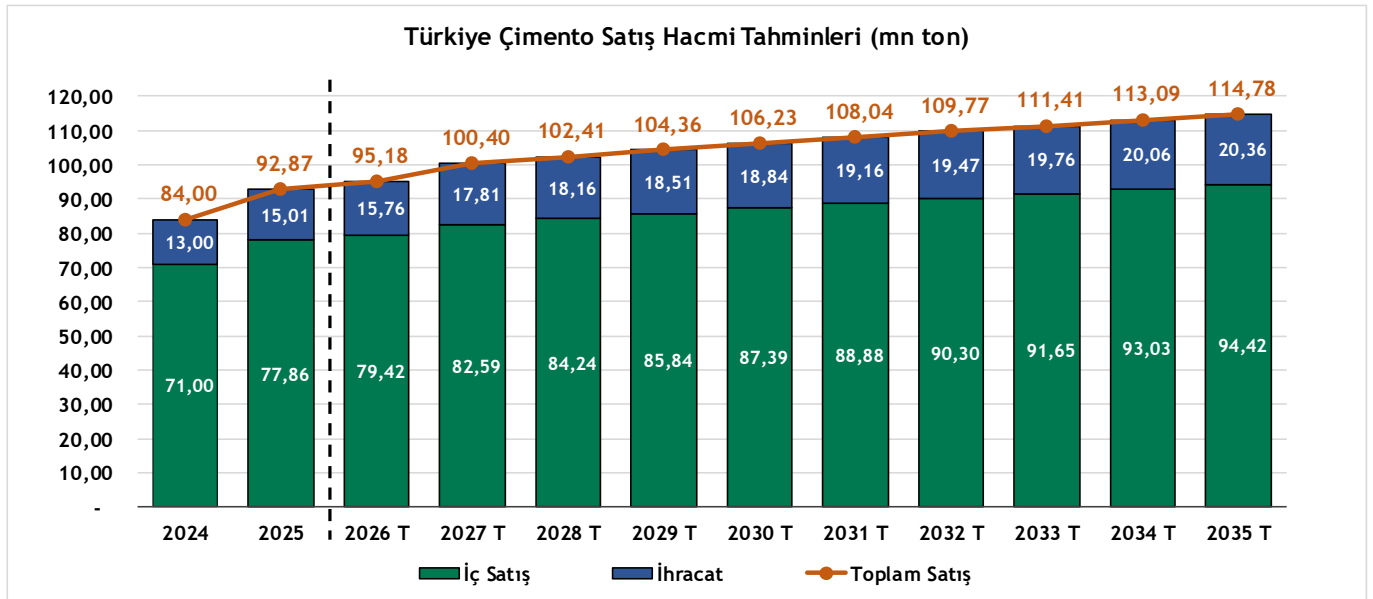
Bu çerçevede sektör, güçlü hacim dinamiklerine rağmen seçici bir yaklaşımı gerektiren bir yapı sunmaktadır. Operasyonel verimlilik, maliyet yönetimi, enerji dönüşümü ve bölgesel konum avantajlarını etkin şekilde kullanabilen şirketlerin, değişen makro ve sektörel koşullar içerisinde daha dirençli bir performans

sergilemesi beklenmektedir. OYAK Çimento, sahip olduğu ölçek, coğrafi yayılım ve finansal sağlamlığın yanı sıra, yüksek operasyonel verimlilik ve sektör ortalamasının üzerinde seyreden kârlılık göstergeleri ile ön plana çıkmakta olup, güçlü marj yapısını koruma ve dalgalı piyasa koşullarında görece üstün performans sergileme potansiyeline sahip şirketler arasında yer almaktadır.

Sektörün Gelecek Görünümü ve Tahminler

Türkiye çimento sektörünün önümüzdeki dönemdeki performansı, kısa vadede talep kompozisyonundaki değişim, maliyet dinamikleri ve finansal koşullar tarafından şekillenirken, orta ve uzun vadede yapısal dönüşüm, regülasyonlar ve teknolojik adaptasyon süreci belirleyici olacaktır. 2025 yılı itibarıyla üretim ve iç satışların tarihsel zirve seviyelere ulaşmış olması, sektörün güçlü bir hacim fazından geçtiğini göstermektedir. Bununla birlikte, bu yüksek seviyenin ardından sektörün daha dengeli, öngörülebilir ve sürdürülebilir bir büyüme patikasına yönelmesi beklenmektedir. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde büyümenin hızından ziyade bileşimi ve kalitesi ön plana çıkacaktır.

Talep tarafında son dönemin en önemli sürükleyicisi olan deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerinin etkisinin kademeli olarak azalması beklenmektedir. İlk aşamada hızlı ve yoğun ilerleyen yeniden yapılanma süreci sektörde güçlü bir talep artışı yaratmış olsa da ilerleyen dönemde bu katkının zayıflamasıyla birlikte talep kompozisyonunda normalleşme süreci başlayacaktır. Bu noktada kamu destekli konut projeleri, sosyal konut yatırımları ve altyapı harcamaları sektör için temel talep kaynağı olmaya devam edecektir. Böylece sektör talebinin, geçici ve yoğun yeniden inşa kaynaklı büyümeden, daha planlı ve süreklilik arz eden kamu yatırımları ağırlıklı bir yapıya evrilmesi beklenmektedir. Bununla birlikte mevcut yüksek faiz ortamı özel sektör kaynaklı konut talebini sınırlamaya devam edebilir. Bu nedenle kısa vadede talep dinamiklerinin kamu yatırımları tarafından yönlendirilmesi öngörülmektedir. Öte yandan para politikasında olası bir gevşeme, konut kredisi faizlerinde düşüş ve finansman koşullarında iyileşme sağlanması halinde ertelenmiş talebin devreye girmesiyle birlikte konut segmenti üzerinden sektöre ek bir talep ivmesi kazandırabilir.



Kaynak: TÜRKÇİMENTO, Şeker Yatırım Tahminleri

2026 yılında toplam satış hacmindeki artışın 2025 yılına göre daha sınırlı gerçekleşmesi olası görünmektedir.

Türkiye'nin toplam çimento satış hacminde 2026-2035 döneminde yıllık ortalama %2,14 seviyesinde bir büyüme beklemekteyiz.

Bu çerçevede sektörün satış hacmine ilişkin görünüm, yukarıdaki grafikte özetlenen projeksiyonlarımızla birlikte değerlendirildiğinde; mevcut varsayımlar altında, 2026 yılında jeopolitik riskler, artan enerji maliyetleri ve sıkı finansal koşulların etkisiyle toplam satış hacmindeki artışın 2025 yılına göre daha sınırlı gerçekleşmesi olası görünmektedir. Bununla birlikte bu görünümün kalıcı bir daralmaya işaret ettiğine dair herhangi bir sinyal bulunmamakta; aksine talebin belirli bir taban seviyesini koruyabileceği değerlendirilmektedir. Grafikteki projeksiyonlarımızda da görüldüğü üzere, 2027 yılında satış hacimlerinde baz etkisinin yanı sıra hem yurt içi hem de ihracat kaynaklı daha belirgin bir güçlenme ihtimali öne çıkmaktadır. Yurt içinde para politikasında olası bir gevşeme, konut kredisi faizlerinde düşüş ve seçim öncesi ekonomik aktivitenin desteklenmesi gibi unsurların konut talebini canlandırarak çimento talebine ilave katkı sağlayabileceği değerlendirilmektedir.

Ayrıca, Orta Doğu ve Ukrayna kaynaklı jeopolitik gelişmelerin bölgesel üretim ve tedarik zincirleri üzerindeki olası etkilerinin Türkiye'nin alternatif tedarikçi konumunu güçlendirmesi ve ihracat performansını desteklemesi beklenmektedir. Bununla birlikte söz konusu ivmelenmenin kalıcılığı, finansal koşulların seyri ve küresel talep görünümüne bağlı olarak değişkenlik gösterebilecektir. Bu nedenle grafik, 2027-2028 döneminde görece olarak daha güçlü bir büyüme ihtimaline işaret etmekle birlikte, takip eden yıllarda büyümenin daha ılımlı bir patikaya oturabileceği bir normalleşme senaryosunu yansıtmaktadır. Bu doğrultuda, söz konusu projeksiyonlarımız Türkiye'nin toplam çimento satış hacminde 2026-2035 döneminde yıllık ortalama %2,14 seviyesinde bir büyümeye (CAGR) tekabül etmekte olup, sektörün yüksek büyüme fazından daha dengeli ve sürdürülebilir bir büyüme patikasına geçeceğine işaret etmektedir. Bu görünüm, Global Cement and Concrete Association (GCCA) ve International Energy Agency (IEA) tarafından ortaya konan orta ve uzun vadeli küresel talep tahminleri ile de genel olarak uyumlu olup, küresel çimento talebinde öngörülen %1-3 bandındaki büyüme beklentileriyle paralellik arz etmektedir.

Maliyet tarafında ise sektörün görünümü büyük ölçüde enerji fiyatlarının seyrine bağlı kalmaya devam etmektedir. Çimento üretimi doğası gereği yüksek enerji yoğun bir faaliyet olup, son yıllarda enerji maliyetlerinde yaşanan artışlar sektör marjları üzerinde belirgin bir baskı yaratmıştır. Önümüzdeki dönemde enerji fiyatlarında kademeli bir normalleşme yaşanması halinde kârlılık tarafında toparlanma potansiyeli oluşabilecekken, yüksek maliyet ortamının devam etmesi durumunda fiyatlama disiplini ve etkin maliyet yönetimi kritik önemini koruyacaktır. Bu çerçevede alternatif yakıt kullanım oranının artırılması, yenilenebilir enerji yatırımları ve atık ısı geri kazanım (WHR) sistemleri gibi uygulamalar yalnızca maliyet avantajı sağlamakla kalmayıp aynı zamanda karbon regülasyonlarına uyum açısından da stratejik bir rol üstlenmektedir. Bu nedenle enerji dönüşümünü etkin şekilde yöneten şirketlerin, maliyet yapısı ve marj sürdürülebilirliği açısından belirgin şekilde ayrışması beklenmektedir.

İhracat tarafında ise sektörün esnek yapısını koruduğu ve iç talep döngülerine bağlı olarak dengeleyici bir rol üstlendiği görülmektedir. İç talebin güçlü olduğu dönemlerde ihracatın toplam satışlar içindeki payı sınırlı kalırken, talepte olası bir yavaşlama durumunda ihracat sektörü destekleyen bir mekanizma olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, mevcut projeksiyonlar, jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ihracatın kısa vadede daha güçlü bir performans sergileyebileceğine işaret ederken, orta vadede küresel büyüme görünümü, bölgesel talep koşulları, navlun maliyetleri ve ticaret politikaları belirleyici olmaya devam edecektir. Bu kapsamda özellikle Avrupa pazarındaki talep görünümü ve karbon regülasyonları Türkiye çimento sektörü açısından kritik önem taşımakta olup, karbon maliyetlerinin ihracat

üzerindeki etkisinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir.

Sektörün orta ve uzun vadeli görünümünde sürdürülebilirlik ve karbon dönüşümü en belirleyici unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Avrupa Birliği'nin sınırda karbon düzenleme mekanizması (CBAM) başta olmak üzere küresel karbon azaltım politikaları, çimento üretiminde karbon yoğunluğunu düşürmeye yönelik yatırımları zorunlu hale getirmektedir. Bu kapsamda alternatif yakıt kullanımı, klinker oranının azaltılması, düşük karbonlu bağlayıcıların kullanımı, karbon yakalama teknolojileri (CCUS), atık ısı geri kazanım sistemleri ve yenilenebilir enerji yatırımları sektörün dönüşümünde temel kaldıraçlar olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu dönüşüm süreci, yüksek sermaye gereksinimi ve uzun geri dönüş süreleri nedeniyle sektör içinde belirgin bir ayrışmaya yol açacaktır. Düşük karbonlu üretim kabiliyeti yüksek olan şirketlerin hem maliyet avantajı elde etmesi hem de regülasyon risklerini daha etkin yönetmesi beklenirken, dönüşüme uyum sağlayamayan şirketler açısından marj baskısı ve pazar kaybı riski artacaktır.

Finansal yapı tarafında da bu dönüşüm sürecine paralel olarak ayrışmanın derinleşmesi beklenmektedir. Yüksek faiz ortamı borçluluk seviyesi yüksek şirketler üzerinde finansal gider baskısı yaratırken, güçlü bilanço yapısına ve net nakit pozisyonuna sahip şirketler hem dönüşüm yatırımlarını daha rahat finanse edebilecek hem de dalgalı piyasa koşullarına karşı daha dirençli bir performans sergileyebilecektir. Bu çerçevede bilanço gücü, önümüzdeki dönemde rekabet avantajı yaratan temel unsurlardan biri haline gelmektedir.

Arz tarafında mevcut kapasite yapısı ve stok seviyeleri dikkate alındığında, sektörün kısa vadede belirgin bir arz daralması ile karşı karşıya olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte talep dinamiklerine bağlı olarak kapasite kullanım oranlarında dönemsel dalgalanmalar yaşanabileceği değerlendirilmektedir. Bu görünüm, fiyatlama gücünün tamamen ortadan kalkmadığını ancak sınırsız da olmadığını ortaya koymakta; dolayısıyla sektörün hacim ve kârlılık dengesini daha disiplinli bir şekilde yönetmesini gerekli kılmaktadır.

Genel olarak değerlendirildiğinde, Türkiye çimento sektörünün yüksek büyüme fazından daha dengeli, seçici ve kalite odaklı bir normalleşme sürecine girmesi beklenmektedir. Talep tarafında kamu yatırımları, kentsel dönüşüm ve sosyal konut projeleri sektörü desteklemeye devam ederken, kârlılık dinamikleri üzerinde enerji maliyetleri, fiyatlama disiplini ve sürdürülebilirlik yatırımları belirleyici olmaya devam edecektir. Bu çerçevede ölçek avantajına sahip, coğrafi olarak yaygın, ihracat kabiliyeti güçlü, düşük karbonlu üretim yapısına sahip ve enerji dönüşümünü etkin şekilde yöneten şirketlerin sektörde belirgin şekilde ayrışarak daha güçlü bir performans sergilemesi beklenmektedir.

2. Şirket Analizi: OYAK Çimento

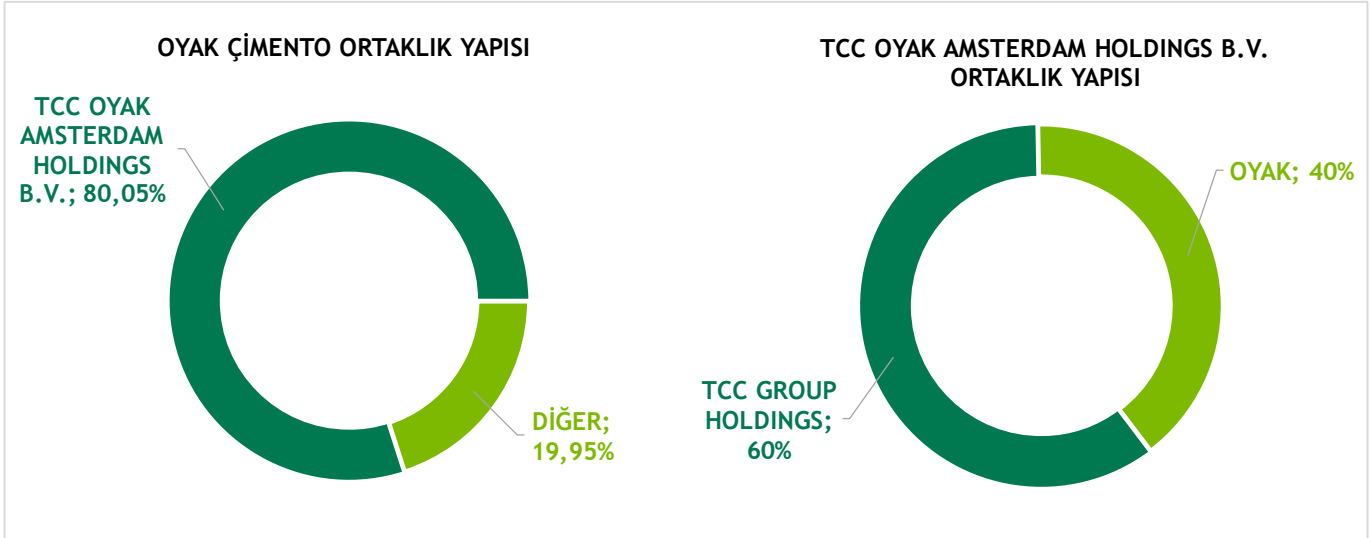
Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Oyak Çimento'nun çimento kapasitesi yaklaşık 24 milyon ton, beton kapasitesi 14,5 milyon metreküp ve agrega kapasitesi 7,8 milyon ton seviyesindedir.

Türkiye çimento endüstrisinin kapasite ve pazar lideri konumunda olan OYAK Çimento; 7 entegre tesis, 3 öğütme ve paketleme tesisi, 60 hazır beton tesisi, 5 agrega ocağı, 1 kireç tesisi ve 1 mermer işleme tesisi ile Türkiye'nin neredeyse tüm bölgelerinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in faaliyet konusu; çimento ve klinker üretimi ile satışı başta olmak üzere, hazır beton, agrega ve kireç üretimi, pazarlanması ve dağıtımını faaliyetlerini kapsamakta olup, söz konusu faaliyetler entegre yapı malzemeleri üretimi çerçevesinde yürütülmektedir. Grup'un çimento kapasitesi yaklaşık 24 milyon ton, beton kapasitesi 14,5 milyon metreküp ve agrega kapasitesi 7,8 milyon ton seviyesindedir. Bu ölçek, Şirket'in sadece yüksek üretim kapasitesini değil, aynı zamanda coğrafi olarak yaygın ve ürün karmaşıklık açısından dengeli bir yapı taşıdığını göstermektedir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.'nin ödenmiş sermayesi 4.861.655.783 TL, kayıtlı sermaye tavanı ise 20.000.000.000 TL'dir. Şirket'in ortaklık yapısında TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V. %80,05 paya sahiptir. TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V.'nin ortaklık yapısı dikkate alındığında (%60 TCC Group Holdings, %40 OYAK), nihai ana ortaklık %48,03 ile TCC Group Holdings, diğer ana pay sahibi ise %32,02 ile OYAK'tır.



Kaynak: OYAK Çimento, KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Bu ortaklık yapısı, Şirket'in stratejik karar alma süreçlerinde güçlü bir ana hissedar desteğine sahip olduğunu göstermektedir. Çimento sektöründe büyük ölçekli enerji, modernizasyon ve çevre yatırımları çoğu zaman güçlü bilanço ve grup desteği gerektirir. OYAK Çimento'nun son yıllarda sürdürdüğü GES, WHR, alternatif yakıt ve modernizasyon odaklı yatırım programı dikkate alındığında, ana ortak desteğinin ve grup sinerjisinin Şirket'in yatırım riskini görece azalttığı söylenebilir.

Fiili Dolaşımdaki Paylar

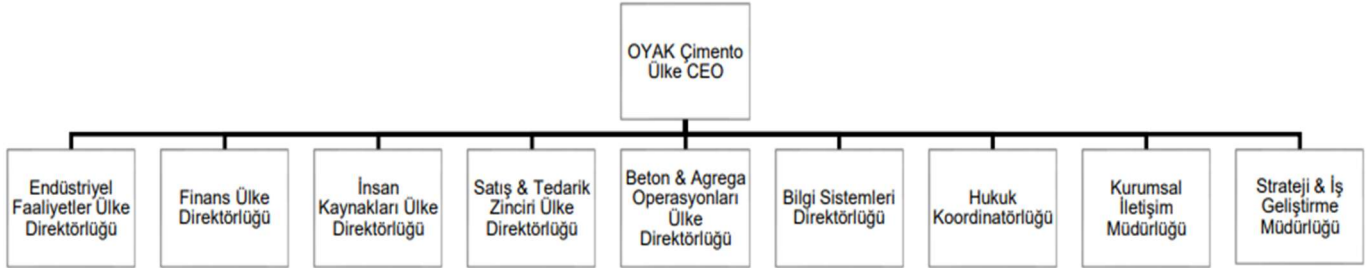
| Pay Kodu | Fiili Dolaşımdaki Pay Tutarı (TL) | Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (%) | Fiili Dolaşımdaki Yabancı Payı (%) |
|----------|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| OYAKC | 968.695.285,15 | 19,93% | 5,39 |

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Şirket payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da OYAKC pay kodu ile işlem görmekte olup, 31.12.2025 itibarıyla Şirket paylarının halka açık kısmı %19,95 seviyesindedir. Şirket paylarının fiili dolaşım oranı %19,93, fiili dolaşım içerisindeki yabancı pay sahipliği oranı ise %5,39 seviyesindedir.

Organizasyonel Yapı

OYAK Çimento organizasyon yapısı, Ülke CEO’suna bağlı olarak faaliyet gösteren fonksiyonel direktörlük ve müdürlüklerden oluşmaktadır. Bu kapsamda organizasyon aşağıdaki birimleri içermektedir.



Kaynak: OYAK Çimento Faaliyet Raporu

İstihdam tarafında grup ortalama çalışan sayısı 2025'te 3.243 kişiye yükselmiştir (2024'te bu sayı 2.890 kişidir); bunun 914 kişisi beyaz yaka, 2.329 kişisi mavi yaka personeldir. Personel sayısındaki artış, sadece üretim ölçeğinin değil, aynı zamanda yatırım ve operasyonların genişlediğinin dolaylı bir göstergesi olarak okunabilir. Ancak burada verimlilik açısından asıl kritik unsur çalışan sayısından ziyade, kapasite kullanımı ve ton başına maliyetlerin ne yönde evrildiğidir. Şirket'in dijitalleşme ve bakım otomasyonu projeleri dikkate alındığında, orta vadede çalışan başına verimliliğin artması beklenebilir.

23 Aralık 2025 tarihinde, yapı malzemeleri üretim ve satışı faaliyetlerinin yeniden yapılandırılması kapsamında Şirket'in %100 bağlı ortaklığı olarak CIMPOR Yapı Malzemeleri A.Ş. kurulmuştur. Söz konusu adım, yalnızca organizasyonel bir değişiklikten öte, grup sinerjisinin artırılması, pazar odaklı esnekliğin güçlendirilmesi ve operasyonel etkinliğin iyileştirilmesine yönelik stratejik bir dönüşüm hamlesi olarak değerlendirilmektedir.

Bağlı Ortaklıklar

| Şirket Unvanı | Faaliyet Yeri | Faaliyet Alanı | Sermayedeki Pay Oranı (%) |
|---|---------------|--|---------------------------|
| Northern Cyprus Cimpor San. Ltd. | Kıbrıs | Çimento, klinker, hazır beton satışı | 100,00 |
| Northern Cyprus Cimpor Free Port Trading Ltd. | Kıbrıs | Çimento, klinker, hazır beton satışı | 100,00 |
| Cimpor Romania Terminal SRL | Romanya | Çimento satışı | 100,00 |
| Marmara Madencilik San. Tic. Ltd. Şti. | Türkiye | Madencilik | 98,90 |
| T1C3 Teknoloji ve Yazılım Geliştirme A.Ş. | Türkiye | Bilgi teknolojileri | 100,00 |
| CIMPOR Yapı Malzemeleri A.Ş. | Türkiye | İnşaat ve yapı malzemeleri üretimi ve ticareti | 100,00 |

Kaynak: KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Şirket'e Tarihsel Bakış

OYAK Çimento A.Ş., 25 Kasım 2015 tarihinde Ordu Yardımlaşma Kurumu'nun (OYAK) iştiraki olarak kurulmuş olup, 3 Aralık 2015'te Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin OYAK'a ait hisselerini devralmıştır. OYAK Grubu; sanayi, finans ve hizmet sektörlerinde geniş bir portföye sahip, TSK mensuplarının yardımlaşma ve emeklilik fonu niteliğinde, özel hukuk hükümlerine tabi kurumsal bir yapıdır.

OYAK Grubu'nun çimento sektöründeki yapılanmasını güçlendirmek amacıyla payları Borsa İstanbul'da işlem gören Aslan Çimento, Adana Çimento, Bolu Çimento ve Ünye Çimento'nun Mardin Çimento bünyesinde birleşmesi süreci 2020 yılında tamamlanmış; bu birleşmenin ardından Şirket'in unvanı OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

İlerleyen dönemde Şirket ve bağlı ortaklıklarının yapısında çeşitli birleşme, devralma ve yeniden yapılanma işlemleri gerçekleştirilmiştir. Aralık 2020'de OYAK Beton San. ve Tic. A.Ş. de tüm varlık ve yükümlülükleriyle Şirket bünyesine dahil edilmiştir. Haziran 2023'te Şirket'in ana ortağı olan OYAK Çimento'nun unvanı OYAK Denizli Çimento A.Ş. olarak değiştirilmiş, ardından Denizli Çimento Sanayii Türk A.Ş. ile kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemi tamamlanmıştır. Aralık 2023'te ise OYAK Denizli Çimento A.Ş. tüm aktif ve pasifleriyle OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. bünyesine katılmıştır. Bu birleşme sonucunda OYAK Denizli Çimento A.Ş.'nin %100 hissedarı olan Cimpör Global Holdings B.V. (CGH), %75,81 pay ile ana ortak konumuna gelmiştir.

Söz konusu birleşme öncesinde, Kasım 2023'te OYAK ile TCC Group Holdings (TCC) arasında hisselerin %20'sinin devrine yönelik ön mutabakat sağlanmıştır. Aralık 2023'te bağlayıcı sözleşmeler imzalanarak resmi izin süreçleri başlatılmıştır. 1946 yılında kurulan TCC, çimento, hazır beton üretimi, yenilenebilir enerji, enerji depolama, yüksek verimli pil ve karbon siyahı üretimi alanlarında faaliyet göstermekte olup Şubat 1962'den bu yana Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. Hisse devri işlemlerinin tamamlanmasıyla birlikte Cimpör Global Holdings'in payı TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V.'ye aktarılmış, Mart 2024'te kamuoyuna açıklanan zorunlu pay alım teklifi süreci sonrası bu oran %80,05'e yükselmiştir. TCC OYAK Amsterdam Holdings B.V.'nin ortaklık yapısı dikkate alındığında (%60 TCC Group Holdings, %40 OYAK), Şirket'in nihai ortaklık yapısı dağılımı %48,03 TCC Group Holdings ve %32,02 OYAK şeklinde oluşmuştur.

Sonraki süreçte bağlı ortaklıklar nezdinde unvan ve faaliyet alanı değişiklikleri yapılmıştır. 2024 yılında OYAK Çimento Enerji A.Ş.'nin unvanı T1C3 Teknoloji ve Yazılım Geliştirme A.Ş. olarak değiştirilmiş ve Ar-Ge şirketi olarak tadil edilmiştir.

2025 yılında ise Kuzey Kıbrıs'taki bazı iştiraklerin unvanları Cimpör markası altında yeniden düzenlenmiştir. Bu kapsamda Temmuz 2025'te Adana Çimento Sanayi ve Ticaret Ltd'nin unvanı "Northern Cyprus Cimpör Sanayi Ltd" olarak, Adana Çimento Free Port Ltd'nin unvanı "Northern Cyprus Cimpör Free Port Trading Ltd" olarak değiştirilmiştir.

Aralık 2025 tarihinde ise yapı malzemeleri üretim ve satış faaliyetlerinin daha etkin yönetilmesi, operasyonel verimliliğin artırılması ve sürdürülebilir büyümenin desteklenmesi amacıyla, Şirket'in %100 bağlı ortaklığı olarak CIMPOR Yapı Malzemeleri A.Ş. kurulmuştur.

Şirket'in nihai ortaklık yapısı dağılımı %48,03 TCC Group Holdings ve %32,02 OYAK şeklinde oluşmuştur.

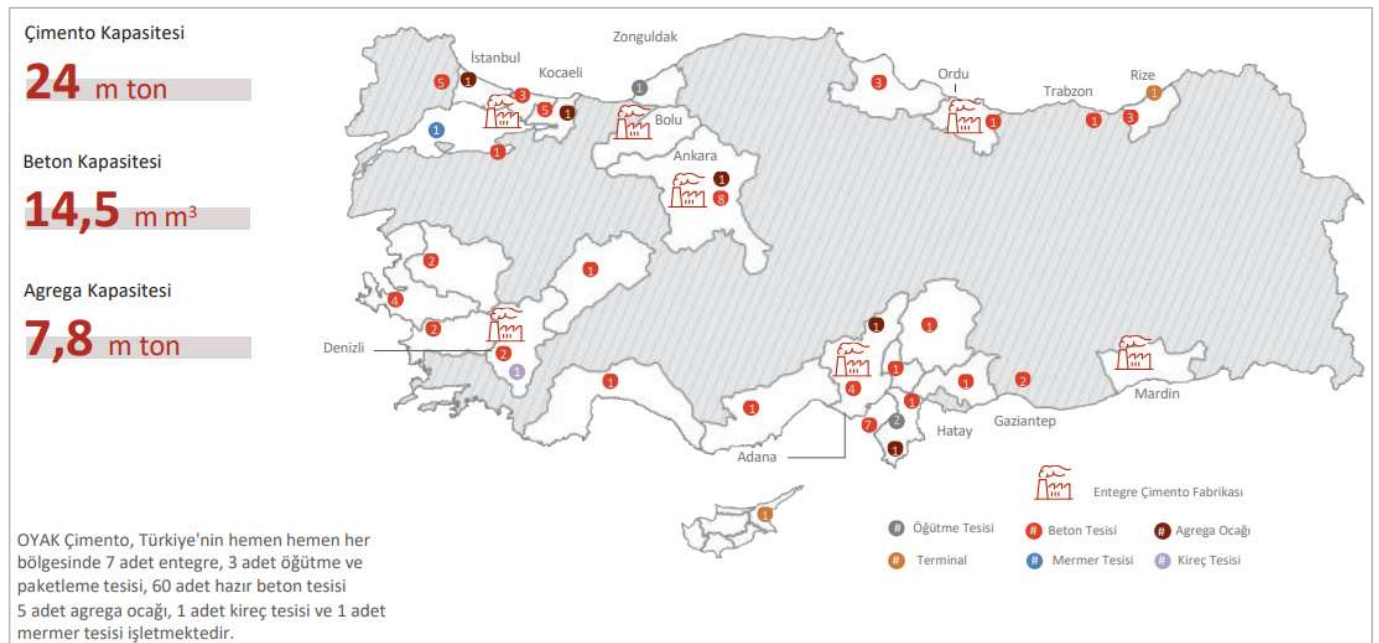
Faaliyet Yapısı, Kapasite ve Ürün Segmentasyonu

Faaliyet Ayak İzi ve Kapasite

Şirket 7 entegre çimento fabrikası ve 3 öğütme-paketleme tesisiyle faaliyet göstermektedir. Buna ilave olarak 60 hazır beton tesisi, 5 agrega ocağı, 1 kireç tesisi ve 1 mermer işleme tesisi bulunmaktadır. Çimento kapasitesi 24 milyon ton/yıl, beton kapasitesi 14,5 milyon m³/yıl ve agrega kapasitesi 7,8 milyon ton/yıl seviyesindedir. Grup bünyesindeki şube ve tesislerin faaliyet alanı ve kapasite bilgileri yukarıdaki tabloda özetlenmiştir. Şube ve tesislerin lokasyonları ise aşağıdaki haritada detaylı olarak sunulmuştur.

| FAALİYET YERLERİ | TESİS FAALİYET ALANLARI | Çimento Üretim Kapasitesi (ton/yıl) | Klinker Üretim Kapasitesi (ton/yıl) | Öğütme Kapasitesi (ton/yıl) | Çimento Stoklama Kapasitesi (ton/yıl) | Beton Üretim Kapasitesi (m ³ /yıl) | Agrega Üretim Kapasitesi (ton/yıl) | Kireç Üretim Kapasitesi (ton/yıl) | Mermer ve Pasa Üretim Kapasitesi (m ³ /yıl) |
|---|--------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|---|------------------------------------|-----------------------------------|--|
| Adana Çimento Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 3,5 milyon | 3 milyon | | | | | | |
| İskenderun Tesis-I | Çimento-Öğütülmüş cüruf ve satışı | | | 1 milyon | | | | | |
| İskenderun Tesis-II | Çimento-Öğütülmüş cüruf ve satışı | | | 1 milyon | | | | | |
| Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti | Stok ve Satış | | | | 8 bin | | | | |
| Bolu Çimento Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 2,5 milyon | 1,4 milyon | | | | | | |
| Ereğli Şubesi | Çimento ve Öğütülmüş cüruf ve satışı | | | 1 milyon | | | | | |
| Ankara Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 1,75 milyon | 1,3 milyon | | | | | | |
| Aslan Çimento Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 3,3 milyon | 1,8 milyon | | | | | | |
| Ünye Çimento Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 2,75 milyon | 1,6 milyon | | | | | | |
| Rize/Çayeli | Çimento Dolum ve Paketleme Tesisi | | | | 21 bin | | | | |
| Romanya Tesisi | Çimento Dolum ve Paketleme Tesisi | | | | 8 bin | | | | |
| Mardin Çimento Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 2,7 milyon | 1,85 milyon | | | | | | |
| Denizli Çimento Şubesi | Çimento-klinker üretim ve satışı | 3 milyon | 1,65 milyon | | | | | | |
| Hazır Beton Tesisleri (Mersin, Adana, Hatay, Osmaniye, Gaziantep, Kahramanmaraş, Zonguldak, Kocaeli, İstanbul, Samsun, Ordu, Rize, İzmir, Aydın, Manisa, Denizli, Antalya, Ankara, Afyon) | Hazır Beton üretim ve satışı | | | | | 14,5 milyon | | | |
| Agrega Üretim Tesisleri (Ayas, Çerkesli, Cendere, Akçakır) | Agrega üretimi | | | | | | 7,8 milyon | | |
| Denizli Kireç Üretim Tesisi | Kireç Üretimi | | | | | | | 132 bin | |
| Marmara Adası Mermer Tesisi | Mermer-Pasa Üretimi | | | | | | | | 330 bin |

Kaynak: OYAK Çimento Faaliyet Raporu, Şeker Yatırım Araştırma



Kaynak: OYAK Çimento Yatırımcı Sunumu

OYAK Çimento, Adana, İskenderun, Bolu, Ankara, Kocaeli, Ordu, Mardin, Denizli, Zonguldak ve KKTC gibi farklı lokasyonlarda varlık göstermektedir. Bu bölgesel dağılım, Şirket'in Türkiye'nin Marmara, Akdeniz, İç Anadolu, Karadeniz ve Güneydoğu akşlarında etkin olduğunu göstermektedir. Coğrafi yaygınlık, çimento gibi lojistik maliyeti yüksek ve genellikle bölgesel fiyatlanan bir ürün için önemli bir rekabet üstünlüğü sunmaktadır. Çimento uzak mesafelere taşındığında kâr marjı hızla erir; bu yüzden üretim noktalarının talep merkezlerine yakın konumlanması kritik önemdedir.

OYAK Çimento'nun grup klinker kapasitesi 12,6 milyon ton/yıl ile Türkiye'deki rakipleri arasında en üst sıradadır.

OYAK Çimento'nun grup klinker kapasitesi 12,6 milyon ton/yıl ile Türkiye'deki rakipleri arasında en üst sıradadır. OYAK Çimento'yu Limak 9,5 milyon ton, Medcem 7,2 milyon ton, Akçansa 7,0 milyon ton ve Çimsa 5,5 milyon ton kapasite ile takip etmektedir. Bu veri, OYAK Çimento'nun sadece geniş bir varlık tabanına değil, aynı zamanda sektör liderliği seviyesinde bir üretim ölçeğine sahip olduğunu teyit eder.



Kaynak: OYAK Çimento Yatırımcı Sunumu

Kapasite liderliği her zaman daha yüksek kârlılık anlamına gelmez; ancak doğru yönetildiğinde üç önemli avantaj sağlar. Birincisi, sabit maliyetlerin daha büyük hacimlere yayılmasıdır. İkincisi, bölgesel talep kaymalarına karşı portföy esnekliğidir. Üçüncüsü ise ihracatla iç piyasa arasında üretim yönlendirmesi yapabilme kabiliyetidir. OYAK Çimento'nun toplam satışları içinde ihracatın payı 2025 yılında %9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2025'te toplam çimento satış hacmini yıllık %3 oranında artırırken, ihracat hacmini yıllık %23 oranında artırabilmiş olması, bu esnekliğin pratikte de çalıştığını göstermektedir.

İhracat Dağıtım Kanalları

Aşağıdaki haritada gösterilen dağılım, Şirket'in liman terminalleri üzerinden Akdeniz ve Avrupa hattında dengeli bir lojistik ağ kurduğunu göstermektedir. Özellikle Türkiye (Aslan ve Ünye), Romanya (Mangalia) ve KKTC (Gazimağusa) bağlantıları Doğu Akdeniz ve Karadeniz erişimini güçlendirirken, CIMPOR'un Fransa, Birleşik Krallık ve Portekiz terminalleri Batı Avrupa pazarlarına doğrudan erişim sağlamaktadır. Bu yapı, ihracat esnekliğini artırarak talep daralması yaşanan bölgelerde alternatif pazarlara yönelme imkânı sunarken, navlun maliyetlerinin optimize edilmesi ve operasyonel süreklilik açısından da önemli bir rekabet avantajı yaratmaktadır.



Kaynak: OYAK Çimento Yatırımcı Sunumu

Ürün Segmentasyonu ve Gelir Yapısı

OYAK Çimento'nun konsolide finansallarını anlamanın en doğru yolu, Şirket'i sadece bir "çimento üreticisi" gibi değil; farklı marj profillerine sahip, birbirini tamamlayan iş kollarından oluşan bir yapı olarak okumaktır. Bu yapı içinde üç ana ekonomik halka öne çıkmaktadır: çimento, klinker ve hazır beton.

2025 yılında çimento operasyonlarının FAVÖK marjı %37,9, hazır beton ve agrega operasyonlarının FAVÖK marjı %6,2 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in faaliyetleri içerisinde çimento segmenti yüksek katma değerli ve yüksek marjlı kısım olarak öne çıkmaktadır. 2025 yılı için çimento operasyonlarının FAVÖK marjı %37,9 seviyesindeyken, hazır beton ve agrega operasyonlarında bu oran %6,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu büyük fark, konsolide marjların neden satış hacmi büyürken dahi baskılanabileceğini açıklamaktadır. Hazır beton tarafındaki büyüme Şirket'in pazar erişimini ve hacim sürekliliğini desteklerken, konsolide kârın büyük bölümü çimento segmentinden yaratılmaktadır.

Şirket, 2025'te hazır beton hacmini yıllık %25 artırmıştır.

Hazır betonun daha düşük marjlı olması, bu segmentin önemsiz olduğu anlamına gelmez. Tam aksine, özellikle yerel inşaat faaliyetlerinin yüksek olduğu dönemlerde hazır beton ağı güçlü olan şirketler pazar penetrasyonunu artırabilir, müşteriyle daha doğrudan ilişki kurabilir ve çimento sevkiyatını destekleyebilir. OYAK Çimento'nun 60 beton tesisiyle Türkiye'nin yedi bölgesinde faaliyet göstermesi bu açıdan stratejik bir avantajdır. Şirket 2025'te hazır beton hacmini yıllık %25 artırmıştır; bu artış, fiyatın enflasyonun altında kaldığı bir yılda gelir tabanını korumaya yardımcı olmuştur.

OYAK Çimento, 2025'te ihracat hacmini %23 büyütürken, toplam satış içinde ihracat payını %9'a çıkarmıştır.

Klinker tarafı ise kapasite yönetimi ve ihracat açısından tampon işlevi görür. İç talebin görece zayıf seyrettiği dönemlerde klinker ve çimento ihracatı, hem tesislerin daha yüksek kullanım oranında çalışmasını sağlar hem de döviz bazlı gelir yaratır. OYAK Çimento'nun 2025'te ihracat hacmini %23 büyütmesi ve toplam satış içinde ihracat payını %9'a çıkarması, Şirket'in bu tamponu etkin kullandığını göstermektedir.

Ürün Portföyü

Şirket'in ürün portföyü incelendiğinde, EN 197 standardı çerçevesinde farklı çimento tiplerini kapsayan, farklı kullanım alanlarına hitap eden dengeli ve geniş bir ürün gamı sunduğu görülmektedir. Gri çimento tarafında yer alan CEM II türevi ürünler (CEMENTUM, NOVOCEM), yüksek klinker oranı sayesinde erken ve nihai dayanım gereksinimi olan genel inşaat ve altyapı projelerinde tercih edilmekte olup, hacim bazlı satışların ana sürükleyicisini oluşturmaktadır. Buna karşın CEM II/B ve kompozit yapıya sahip ürünler (COMPOSITE CEMENT, ALFACEM), daha yüksek katkı oranı ile klinker faktörünü düşürerek maliyet optimizasyonu ve karbon emisyonlarının azaltılması açısından öne çıkmaktadır.



Kaynak: OYAK Çimento Yatırımcı Sunumu

Üst segmentte konumlanan DURACEM, DURACEM+ ve STARCEM gibi ürünler, genellikle yüksek dayanım sınıfına (42.5 - 52.5) ve özel performans özelliklerine sahip olup; sülfat dayanımı, düşük ısı açığa çıkışı ve agresif çevre koşullarına karşı direnç gibi özellikleri ile altyapı ve büyük ölçekli projelerde kullanılmaktadır. Bu ürün grubunun, standart gri çimentoya kıyasla daha yüksek fiyatlama gücü sunduğu ve marj katkısının daha güçlü olduğu değerlendirilmektedir.

Beyaz çimento segmentinde yer alan Super White, Pro White ve SnoWhite ürünleri, mimari beton ve dekoratif uygulamalarda tercih edilmekte olup, yüksek katma değerli yapısı ile portföy içinde stratejik bir konumda bulunmaktadır. Hydrated Calcium Lime gibi tamamlayıcı ürünler ise ürün çeşitliliğini artırarak farklı kullanım alanlarına erişimi desteklemektedir.

Şirket'in portföyü, yüksek hacimli standart ürünler ile yüksek marjlı özel ürünler arasında dengeli bir dağılım sunmaktadır.

Genel olarak Şirket'in portföyü, yüksek hacimli standart ürünler ile yüksek marjlı özel ürünler arasında dengeli bir dağılım sunmakta, farklı talep koşullarına uyum kabiliyetini artırmaktadır. Ayrıca kompozit çimento ürünlerinin varlığı, artan karbon regülasyonları çerçevesinde klinker oranının düşürülmesine olanak tanıyarak uzun vadeli rekabet gücü açısından önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Dijitalleşme ve Operasyonel Verimlilik (Çimento 4.0 Uygulamaları)

OYAK Çimento'nun operasyonel verimliliği artırmaya yönelik yürüttüğü dijital dönüşüm projeleri, Şirket'in orta ve uzun vadeli kârlılık dinamikleri açısından kritik öneme sahiptir. Bu kapsamda geliştirilen "Çimento 4.0" yaklaşımı, üretim süreçlerinde veri odaklı karar alma mekanizmalarının güçlendirilmesini hedeflemektedir.

FİZİX işbirliği ile yürütülen proje kapsamında toplam 10.600 sensörden oluşan sistemin ilk fazı 2025'te Ankara fabrikasında 885 sensör ile devreye alınmıştır.

Şirket'in bu alandaki en önemli projelerinden biri, FİZİX iş birliği ile hayata geçirilen Makine Sağlığı İzleme Projesi'dir. Proje kapsamında, makinelerin çalışma davranışlarını temsil eden ses, titreşim ve sıcaklık verileri IoT altyapısı ve yapay zekâ destekli yazılımlar aracılığıyla analiz edilmekte, bu sayede ekipmanların performansı gerçek zamanlı olarak izlenebilmektedir. Toplamda 10.600 sensörden oluşan sistemin ilk fazı 2025 yılının ilk yarısında Ankara fabrikasında 885 sensör ile devreye alınmış, yılın ikinci yarısında ise Ünye ve Denizli fabrikalarında uygulamaya geçirilmiştir.

Bu sistemin temel amacı, arıza oluşmadan önce ekipman davranışlarını analiz ederek olası sorunların erken aşamada tespit edilmesini sağlamaktır. Bu sayede plansız duruşların azaltılması, bakım faaliyetlerinin daha etkin planlanması ve üretim sürekliliğinin artırılması hedeflenmektedir. Projenin tamamen devreye alınmasıyla birlikte bakım maliyetlerinde düşüş, duruş sürelerinde azalma ve yedek parça stok maliyetlerinde optimizasyon sağlanması beklenmektedir.

Bunun yanı sıra, ekipman verimliliğinin artması ve arıza kaynaklı enerji kayıplarının azalması sayesinde karbon emisyonlarında da dolaylı bir iyileşme sağlanması öngörülmektedir. Bu yönüyle proje yalnızca operasyonel değil, aynı zamanda çevresel performansa da katkı sunmaktadır.

Şirket'in bir diğer önemli dijitalleşme yatırımı olan Otomasyon Upgrade Projesi, Adana fabrikası hariç tüm üretim lokasyonlarında tamamlanmış olup, üretim süreçlerinin daha stabil, izlenebilir ve optimize edilebilir hale gelmesini sağlamıştır. Bu modernizasyon çalışmaları, üretim hatlarının daha düşük hata oranı ile çalışmasına ve enerji kullanımının daha verimli yönetilmesine katkı sağlamaktadır.

Makine sağlığı izleme ve otomasyon yatırımları, orta vadede marjlar üzerinde anlamlı iyileşme potansiyeli taşımaktadır.

Makine sağlığı izleme ve otomasyon yatırımları, kısa vadede finansallara doğrudan yansımaya ancak orta vadede marjlar üzerinde anlamlı iyileşme potansiyeli taşıyan yatırımlar olarak değerlendirilmektedir. Özellikle çimento gibi yüksek sabit maliyetli sektörlerde plansız duruşların azaltılması ve ekipman verimliliğinin artırılması, FAVÖK marjı üzerinde kaldıraç etkisi yaratma potansiyeline sahiptir.

Bu kapsamda OYAK Çimento'nun dijitalleşme ve operasyonel verimlilik yatırımları, Şirket'in yalnızca maliyet kontrolü açısından değil, aynı zamanda operasyonel risk yönetimi ve sürdürülebilir üretim açısından da rekabet avantajını güçlendiren unsurlar arasında yer almaktadır.

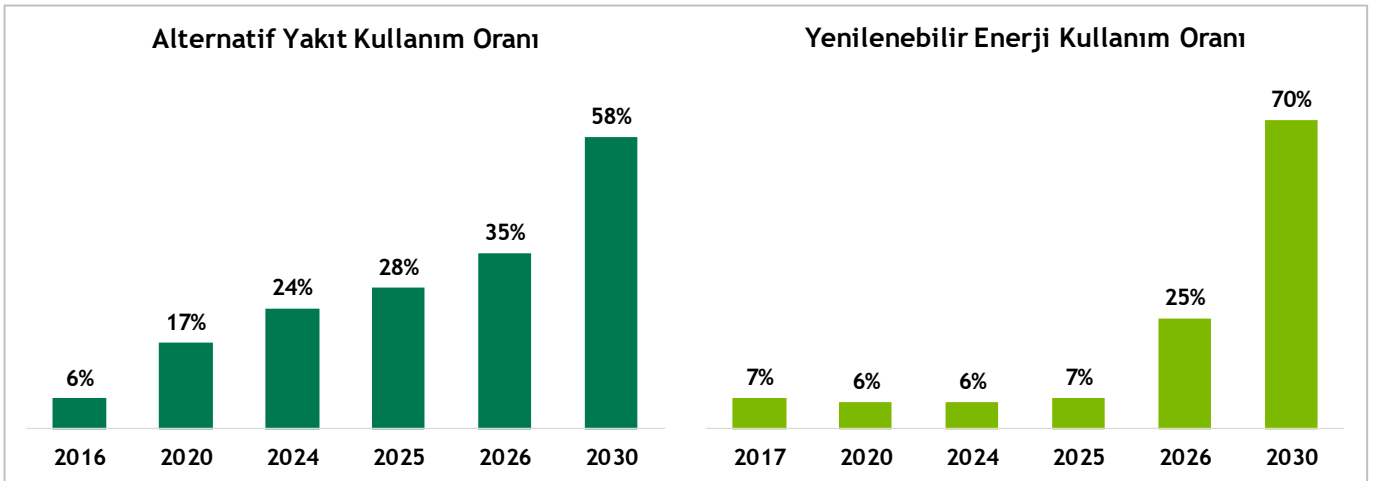
Sürdürülebilirlik, Enerji Dönüşümü ve ESG Boyutu

Sürdürülebilir alanında sektöründe öncü faaliyetler yürüten OYAK Çimento, iklim değişikliği risklerini merkeze alan 2050 yol haritası doğrultusunda çalışmalarına devam etmektedir. Şirket, küresel sıcaklık artışını 1,5°C ile sınırlandırmayı hedefleyen "Net-Zero" taahhüdünü Türkiye'de veren ilk çimento üreticisi olup, bu taahhüdünü 2023 yılında Science Based Targets Initiative (SBTi) tarafından tescil

ettirmiştir. Bu kapsamda OYAK Çimento, 2021 yılı doğrudan ve enerji kaynaklı karbon emisyonlarını 2030 yılına kadar %22,8 oranında azaltmayı hedeflemektedir.

OYAK Çimento'nun alternatif yakıt kullanım oranı 2025 yıl sonu itibarıyla %28 seviyesine ulaşmıştır.

Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere OYAK Çimento'nun alternatif yakıt kullanım oranı 2025 yıl sonu itibarıyla %28 seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in alternatif yakıt kullanımında 2026 yılı hedefi %35, 2030 yılı hedefi ise %58 seviyesindedir. Sürdürülebilir enerji kullanımı tarafında ise Şirket, 2025 yıl sonunda %7 seviyesinde olan yenilenebilir enerji kullanım oranının 2026 yılında %20, 2030 yılında ise %70 seviyesine ulaşmasını hedeflemektedir. Şirket'in karbon nötr yolculuğunda önemli bir hedef olan 2030 yılında %70 yenilenebilir enerji kullanım oranına ulaşma hedefi doğrultusunda, güneş enerjisi ve atık ısı geri kazanım (WHR) yatırımları devam etmektedir.



Kaynak: OYAK Çimento, Şeker Yatırım Araştırma

Beyazarı GES yatırımı 15.04.2026 tarihinde tam kapasite olarak devreye alınmıştır.

Şirket, 15.04.2026 tarihli KAP açıklamasında, 115,5 MWp kurulu kapasite ve 180.000 MWh yıllık elektrik üretim kapasitesine sahip Ankara Beyazarı GES yatırımının başarı ile tamamlandığını ve tam kapasite olarak devreye alındığını duyurmuştur. Operasyonel maliyetlerde ciddi bir enerji maliyet avantajı sağlayacak olan bu proje ile OYAK Çimento'nun toplam enerji kullanımında yenilenebilir enerji payının %25 seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. Mardin fabrikasında, Şubat 2025'te 10 MWp kapasiteli bir güneş enerjisi santrali (GES) devreye alınmıştır. Santral yıllık 16.200 MWh enerji üretmektedir. Öte yandan, Şirket'in Adana, Mardin ve Ankara fabrikalarında toplam 13,5 MW kurulu güce sahip atık ısı geri kazanım (WHR) projesi yatırımını devam ettirmektedir.

Bu veriler yalnızca ESG kapsamında raporlanan göstergeler olmayıp, doğrudan ekonomik sonuç üretme potansiyeline sahip göstergeler niteliğindedir. Çimento üretim sürecinde enerji maliyetinin toplam maliyetler içindeki payı yüksektir. Dolayısıyla alternatif yakıt kullanım oranının yükselmesi ve elektrik ihtiyacının büyük kısmının yenilenebilir kaynaklardan karşılanması, marjlar üzerinde kalıcı pozitif etki yaratabilir. Başka bir deyişle, OYAK Çimento'nun sürdürülebilirlik yatırımları yalnızca operasyonel bir gereklilik olarak değil, aynı zamanda maliyet eğrisi üzerinde iyileştirici etkiler yaratma potansiyeline sahip yatırımlar olarak değerlendirilebilir.

Son dönemde Şirket'in sürdürülebilirlik girişimlerinin görünürlüğü belirgin şekilde artmıştır. London Stock Exchange Group-LSEG başvuruları tamamlanırken, ESG skoru 76,96 olarak açıklanmıştır. 135 global inşaat malzemeleri şirketi arasında 13. sırada yer alan OYAK Çimento, aynı zamanda 2025 yılı içerisinde BIST Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilirlik 25 endekslerine de dahil olmuştur.

Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme

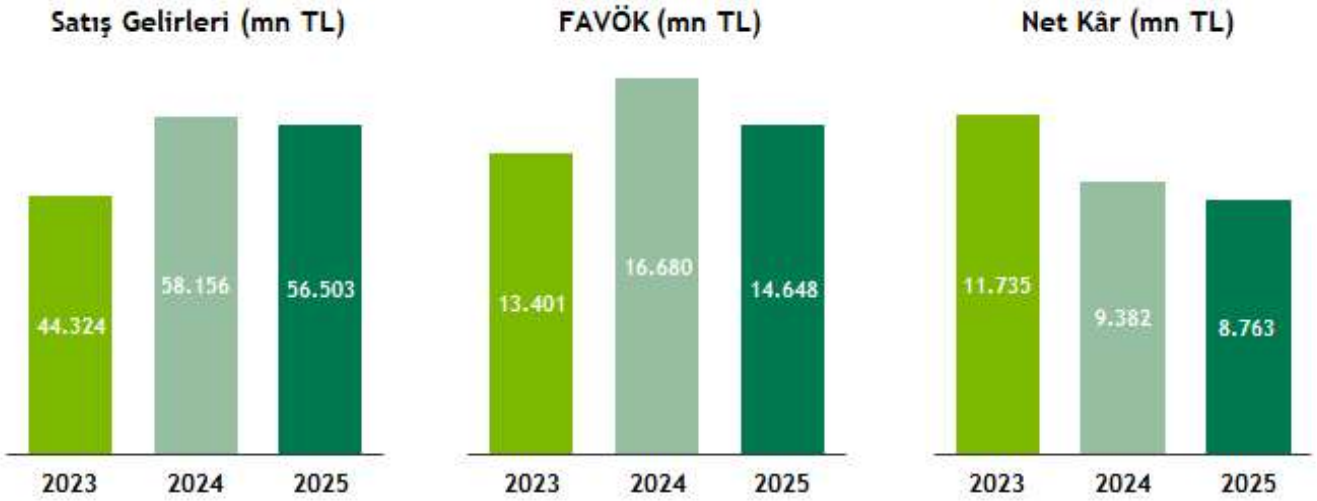
Kurumsal yönetim tarafında Ağustos 2025'te SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi sözleşmesi imzalanmıştır. Şirket'in Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu 9,44 (94,39) olarak belirlenmiş ve Şirket payları 2025 yılı içerisinde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmuştur.

Kredi derecelendirme tarafında ise Eylül 2025'te JCR Eurasia tarafından Şirket'in uzun vadeli ulusal kredi notu AAA / Stabil, uzun vadeli uluslararası yabancı ve yerel para notları BBB- / Stabil şeklinde sabit bırakılmış olup, kısa vadeli ulusal kurum kredi notu ise J1+ / Stabil olarak teyit edilmiştir.

2025 Yılı Finansal Sonuçları

2025 yılında net satışlar 56,50 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2025 yılı finansal sonuçları incelendiğinde, yıllık bazda satış hacimlerinde güçlü artış kaydedildiği, fiyat artışlarının enflasyonun gerisinde kaldığı ve marjların daraldığı, buna karşın bilanço kalitesinin korunduğu görülmektedir. 2025 yılında net satışlar 58,16 milyar TL'den 56,50 milyar TL'ye gerileyerek yıllık bazda %2,8 düşmüş, satışların maliyeti hemen hemen yatay kalmış, bunun sonucu olarak brüt kâr 16,53 milyar TL'den 15,08 milyar TL'ye gerilemiştir. Esas faaliyet kârı 14,26 milyar TL'den 11,35 milyar TL'ye, FAVÖK 16,68 milyar TL'den 14,65 milyar TL'ye, net kâr ise 9,38 milyar TL'den 8,76 milyar TL'ye gerilemiştir.



| Milyon TL (TMS 29 Etkisi Dahil) | 2023 | 2024 | 2025 | Değişim % | 4Ç24 | 4Ç25 | Değişim % |
|---------------------------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|
| Satış Gelirleri | 44.324 | 58.156 | 56.503 | -2,8% | 14.622 | 14.210 | -2,8% |
| Brüt Kâr | 13.390 | 16.534 | 15.084 | -8,8% | 4.404 | 3.850 | -12,6% |
| Brüt Kâr Marjı | 30,2% | 28,4% | 26,7% | -1,7 yp | 30,1% | 27,1% | -3,0 yp |
| Operasyonel Kâr | 11.489 | 13.245 | 11.152 | -15,8% | 3.310 | 2.749 | -16,9% |
| Operasyonel Kâr Marjı | 25,9% | 22,8% | 19,7% | -3,0 yp | 22,6% | 19,3% | -3,3 yp |
| FAVÖK | 13.401 | 16.680 | 14.648 | -12,2% | 4.182 | 3.646 | -12,8% |
| FAVÖK Marjı | 30,2% | 28,7% | 25,9% | -2,8 yp | 28,6% | 25,7% | -2,9 yp |
| Net Kâr (Ana Ort.) | 11.735 | 9.382 | 8.763 | -6,6% | 1.965 | 1.163 | -40,8% |
| Net Kâr Marjı | 26,5% | 16,1% | 15,5% | -0,6 yp | 13,4% | 8,2% | -5,3 yp |

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Çimento hacmi yıllık bazda %3 artarken, hazır beton hacmi %25 ve ihracat hacmi %23 artmıştır.

Yıllık cirodaki düşüşün temel nedeni hacim değil fiyatlama tarafıdır. 2025 yılında yurt içinde çimento ve hazır beton fiyat artışlarının enflasyonun gerisinde kalması gelirler üzerinde baskı yaratırken, hacim artışı bu etkiyi kısmen dengelemiştir. Çimento hacmi yıllık bazda %3 artarken, hazır beton hacmi %25 ve ihracat hacmi %23 artmıştır. Dolayısıyla 2025, talep azalışıyla karakterize bir yıl değil; enflasyonist maliyet baskısının fiyatlara tam yansıtılmadığı, buna rağmen pazar payı ve satış sürekliliğinin korunduğu bir yıldır.

Marj tarafında brüt kâr marjı %28,4'ten %26,7'ye, esas faaliyet kâr marjı %24,5'ten %20,1'e, FAVÖK marjı %28,7'den %25,9'a gerilemiştir. 2025 yılında marjlarda sınırlı zayıflama görülse de aynı dönemdeki sektör karşılaştırmasına göre OYAK Çimento'nun 2025 FAVÖK marjının rakiplerinin üzerinde konumlanması, sektörde marjların düştüğü 2025 yılında bile görece üstünlüğün korunabildiğini göstermektedir.

Net kâr tarafında dikkat çekici destekleyici unsurlar finansman gelirleri ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerdir. Şirket'in net nakit pozisyonu ve etkin işletme sermayesi yönetimi sayesinde artan finansman gelirlerine ek olarak yatırım faaliyetlerinden gelir yaratılması net kârlılığı olumlu yönde etkilemiştir. Yurt içinde son dönemdeki yüksek faizli ortamda net borçlu şirketler finansman gideri baskısı altında kalırken, OYAK Çimento'nun net nakit taşıması finansal sonuçlarda koruyucu bir etki yaratmıştır. Bu yüzden faaliyet kârlılığı aşağı gelirken net kârlılığın görece daha sınırlı gerilemesi şaşırtıcı değildir.

Güçlü Bilanço Yapısı ve Finansal Esneklik

31 Aralık 2025 itibarıyla toplam varlıklar 80,30 milyar TL, toplam yükümlülükler 17,35 milyar TL ve toplam özkaynak 62,95 milyar TL'dir. Dönen varlıklar 32,62 milyar TL, duran varlıklar 47,68 milyar TL seviyesindedir. Maddi duran varlıklar 35,46 milyar TL, maddi olmayan duran varlıklar 7,53 milyar TL'dir. Nakit ve nakit benzerleri 13,82 milyar TL, finansal yatırımlar 953 milyon TL, stoklar 8,17 milyar TL ve ticari alacaklar 8,90 milyar TL olarak görünmektedir.

Bu bilançonun öne çıkan iki temel gücü vardır. İlki likidite gücü, ikincisi özkaynak sağlamlığıdır. Şirket'in toplam kısa vadeli yükümlülükleri 14,53 milyar TL iken, tek başına nakit ve nakit benzerleri buna yakındır; buna finansal yatırımlar da eklendiğinde likidite tamponu iyice belirgin hale gelmektedir. İkincisi, 62,95 milyar TL özkaynak büyüklüğü, Şirket'in finansal yapısının kaldıraçtan çok özsermaye tarafından finanse edildiğini gösterir. Bu durum hem faiz riskini azaltır hem de büyük yatırım dönemlerinde bilanço oynaklığını sınırlar.

Şirket'in net nakit pozisyonu 10,59 milyar TL seviyesindedir.

Toplam finansal yükümlülüklerin 2024 yılında 291 milyon TL seviyesinden 2025 yılında 4,18 milyar TL'ye yükselmesi ilk bakışta dikkat çekici görünmektedir. Ancak aynı dönemde Şirket'in nakit ve nakit benzeri varlıklarının çok daha yüksek seviyede seyretmesi nedeniyle yüksek net nakit pozisyonu korunmuştur. 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablo dipnotlarına göre Şirket'in net nakit pozisyonu 10,59 milyar TL seviyesindedir. Bu çerçevede söz konusu artışı "borçlulukta bozulma" olarak yorumlamak yanıltıcı olur. Daha isabetli değerlendirme, Şirket'in yatırım ve finansman yapısını esnek bir şekilde yönettiği ve bilanço risk profilinin düşük seviyesini koruduğu yönündedir.

Bölmelere Göre Operasyonel Sonuçlar

(Tutarlar, 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla Türk Lirası'nın satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.)

Hazır Beton

| Bin TL | 2024 | 2025 | Değişim (%) |
|--|------------------|----------------|---------------|
| Hasılat | 19.565.148 | 20.755.765 | 6,1% |
| Satışların Maliyeti (-) | -18.314.208 | -19.963.419 | 9,0% |
| BRÜT KAR | 1.250.940 | 792.346 | -36,7% |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -246.806 | -280.915 | 13,8% |
| Pazarlama Giderleri (-) | -86.421 | -75.401 | -12,8% |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-) | -172.629 | -181.813 | 5,3% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 317.645 | 106.249 | -66,6% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | -60.575 | -41.951 | -30,7% |
| ESAS FAALİYET KARI (ZARARI) | 1.002.154 | 318.515 | -68,2% |

Çimento

| Bin TL | 2024 | 2025 | Değişim (%) |
|--|-------------------|-------------------|---------------|
| Hasılat | 38.591.042 | 35.746.836 | -7,4% |
| Satışların Maliyeti (-) | -23.307.545 | -21.455.100 | -7,9% |
| BRÜT KAR | 15.283.497 | 14.291.736 | -6,5% |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -2.437.343 | -3.065.435 | 25,8% |
| Pazarlama Giderleri (-) | -334.851 | -318.688 | -4,8% |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-) | -11.812 | -10.215 | -13,5% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 1.665.362 | 1.204.991 | -27,6% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | -906.534 | -1.072.908 | 18,4% |
| ESAS FAALİYET KARI (ZARARI) | 13.258.319 | 11.029.481 | -16,8% |

Kaynak: KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Mevduatların Para Birimi Cinsinden Dağılımı

Vadesi üç aydan kısa olan mevduatlar (31.12.2025)

| Para Birimi | Döviz Miktarı (bin) | Brüt Faiz Oranı (%) | Türk Lirası Karşılığı (bin TL) |
|-------------------|---------------------|---------------------|--------------------------------|
| Türk Lirası (TRY) | 9.770.408 | 33,00%-40,80% | 9.770.408 |
| Avro (EUR) | 39.890 | 2,00%-%2,80% | 2.005.909 |
| ABD Doları (USD) | 26.511 | 2,25%-%3,75% | 1.135.874 |
| Rumen Leyi (RON) | 22.842 | 4,68%-%6,60% | 224.132 |
| Toplam | - | - | 13.136.323 |

Kaynak: KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Vadesi üç aydan kısa olan mevduatlar (31.12.2024)

| Para Birimi | Döviz Miktarı | Brüt Faiz Oranı (%) | Türk Lirası Karşılığı (bin TL) |
|-------------------|---------------|---------------------|--------------------------------|
| Türk Lirası (TRY) | 7.236.881 | 40,00%-50,25% | 7.236.881 |
| Avro (EUR) | 2.063 | 1,50% | 99.190 |
| ABD Doları (USD) | 15.315 | 2,50%-3,50% | 707.250 |
| Rumen Leyi (RON) | 12.798 | 4,49% | 123.005 |
| Toplam | - | - | 8.166.326 |

Kaynak: KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Şirket'in vadesi üç aydan kısa olan mevduatlarının 2025 yılı itibarıyla 13,1 milyar TL seviyesine ulaştığı görülmektedir. Mevduat kompozisyonunun büyük ölçüde Türk Lirası cinsinden oluştuğu ve %33,0-40,8 aralığındaki yüksek faiz oranlarının mevduat getirilerini güçlü şekilde desteklediği dikkat çekmektedir. Buna karşın, döviz cinsi mevduatların toplam içerisindeki payı sınırlı kalmaya devam ederken, Euro, USD ve RON bazlı dağılımın daha dengeli bir yapı sergilediği görülmektedir. Bu görünüm, Şirket'in likiditeyi ağırlıklı olarak TL enstrümanlarda değerlendirerek faiz gelirini maksimize etmeye odaklandığını göstermektedir.

Nakit Akış Kalitesi

Dönem sonu nakit ve nakit benzerleri 13,72 milyar TL'ye yükselmiştir.

2025 dönemine ait nakit akış tablosu OYAK Çimento'nun bilanço kalitesini doğrular niteliktedir. Dönem sonu nakit ve nakit benzerleri 13,72 milyar TL'ye yükselmiştir. Finansman faaliyetlerinden 1,06 milyar TL net nakit girişi görülürken, 4,83 milyar TL temettü ödemesi yapılmıştır. Aynı tabloda alınan faiz kaleminin 2,75 milyar TL'lik büyüklüğü dikkat çekmektedir. Bu, net nakit pozisyonunun sadece bilanço üzerinde değil, gelir tablosu ve nakit akışında da fiili karşılığı olduğunu gösterir.

Burada dikkat çekici nokta, Şirket'in yüksek yatırım dönemi ve temettü çıkışına rağmen nakdini artırabilmiş olmasıdır. Bu, üç unsurun birlikte çalıştığını düşündürür: operasyonel nakit yaratımı, finansman gelirleri ve etkin işletme sermayesi yönetimi. Çimento sektöründe stok ve alacak yönetimi kritik önemdedir. Çünkü hacim büyük, lojistik ağır, tahsilat süreleri ise proje bazlı dalgalanabilir niteliktedir. OYAK Çimento'nun iletişiminde "etkin işletme sermayesi yönetimi"ne yaptığı vurgu, 2025 yılı finansallarının kalitesi dikkate alındığında yerinde bir tespit olarak öne çıkmaktadır.

Kârlılık Kalitesi

Fiyat artışlarının enflasyonun altında kaldığı dönemde Şirket güçlü hacimsel büyüme sergilemiştir.

2025'te FAVÖK marjının %25,9'a gerilemesi tek başına zayıf bir gösterge değildir; önemli olan bu seviyenin hangi koşullarda üretildiğidir. Fiyat artışlarının enflasyonun altında kaldığı dönemde Şirket güçlü hacimsel büyüme sergilemiştir. Bu durumda daha düşük marj, talep kaybından ziyade maliyet baskısı ve ürün karması etkisiyle açıklanmaktadır. Özellikle hazır beton hacmindeki %25'lik büyüme, konsolide gelirleri desteklerken marjı aşağı çekmektedir; çünkü beton segmentinin marjı çimento operasyonlarına göre belirgin biçimde düşüktür.

OYAK Çimento'nun 2025 performansını değerlendirirken sadece "kârlılık marj düştü" demek tek başına anlamsız kalır. Daha doğru ifade, "marjlardaki daralmaya rağmen operasyonel kalite korunmuştur" olacaktır. Çünkü marj baskısı altında dahi şirket marjlarda rakiplerine göre iyi olan konumunu korumuş, net kârlılığını nispeten sınırlı oranda düşürmüş, net nakdini artırmış ve yüksek CAPEX dönemini yönetebilmiştir.

Yatırım Programı ve Sermaye Harcamaları

Şirket 2025'te 6,9 milyar TL yatırım harcaması (CAPEX) gerçekleştirmiştir.

Şirket 2025'te 6,9 milyar TL yatırım harcaması (CAPEX) gerçekleştirmiştir. Bu rakam, OYAK Çimento'nun yerleşik bir operasyonel yapıya sahip olmakla birlikte yatırım yapmayan bir şirket olmadığını, aksine dönüşüm sürecini fonlayan aktif bir sanayi şirketi olduğunu göstermektedir. Çimento sektörü özelinde CAPEX'in önemi iki yönlüdür: bir yandan çevre ve enerji regülasyonları nedeniyle kaçınılmazdır, diğer yandan verimlilik artışı yoluyla marjı iyileştirebilir.

Şirket'in çeşitli şubelerinde gerçekleştirilen yatırımlar kapsamında alınmış yatırım teşvik belgeleri bulunmaktadır. 2025 yılında yatırım tarafında hangi alanların öne çıktığını detaylandırmak gerekirse: Beypazarı GES yatırımı için 358,8 milyon TL yatırım indirimi kullanılmış ve aynı tutarda ileriye dönük kullanılacak katkı tutarı olduğu belirtilmiştir. İskenderun Klinker Öğütme Tesisi kapasite artışı projesi için 525,7 milyon TL yatırım indirimi kullanılmış, ayrıca ileri dönemlere taşınabilecek katkı tutarı yer almaktadır. Mardin GES yatırımı, Ünye atıktan türetilmiş yakıt tesisi, Aslan Çimento klinker hattı modernizasyonu ve enerji verimliliği yatırımı gibi projeler de tek tek sıralanabilir. Toplamda 2025 yılı içinde yatırımlardan elde edilen kazanç nedeniyle yararlanılan katkı tutarı 971 milyon TL'dir. Gelecek dönemlerde ise tam 754.688.305 TL kullanılacak yatırıma katkı tutarı bulunmaktadır.

Bu tablo yatırımcıya iki önemli mesaj vermektedir. Birincisi, yatırım harcamaları sadece kapasite artırımı değil; enerji verimliliği, alternatif yakıt, modernizasyon ve yenilenebilir enerji ağırlıklıdır. İkincisi, teşvik ve vergi katkıları yatırımın efektif maliyetini düşürmektedir.

Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi ile değerlendirme yaklaşımı kapsamında, Şirket'in 2026-2035 dönemine ilişkin nakit akışları projekte edilmiş ve söz konusu nakit akımları Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Türkiye'de uygulanan sıkı para politikası ve devam eden dezenflasyon süreci göz önünde bulundurulduğunda, önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüğe paralel olarak tahvil faizlerinde kademeli bir gerileme öngörülmektedir. Bu çerçevede, risksiz faiz oranının 2026 yılı sonrasında kademeli olarak aşağı yönlü seyredeceği varsayılmış; 2026 yılı için %32, projeksiyon dönemi ortalaması için ise %19 seviyesinde dikkate alınmıştır. Terminal dönemde kullanılan %5 büyüme oranı ile hesaplanan devam değeri, 2035 yılına ait indirgeme faktörü üzerinden bugüne taşınmıştır. Kurumlar vergisi oranının projeksiyon dönemi boyunca %25 seviyesinde sabit kalacağı varsayılırken, değerlendirme kapsamında piyasa risk primi %5,5 ve beta katsayısı 1,01 olarak alınmıştır.

Model varsayımlarımız doğrultusunda, Şirket'in 2026 yılında net satış gelirlerinin 74.378 m TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Aynı dönemde FAVÖK'ün 17.479 m TL olarak gerçekleşmesini beklerken, enflasyon, döviz kuru gelişmeleri ile hammadde ve enerji maliyetlerindeki oynaklık başta olmak üzere makroekonomik dinamiklerin etkisiyle FAVÖK marjının %23,5 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz. İlerleyen yıllarda operasyonel verimlilikteki artış ve maliyet tarafındaki iyileşmenin katkısıyla marjın kademeli olarak iyileşerek %31,6 seviyesine kadar yükselmesini öngörüyoruz.

| İNA (TL Mn) | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T | 2034T | 2035T |
|--|----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satış Geliri | 74.378 | 97.324 | 122.664 | 149.868 | 178.068 | 207.372 | 237.172 | 266.312 | 293.427 | 317.199 |
| FAVÖK | 17.479 | 25.800 | 34.582 | 44.780 | 56.216 | 65.450 | 74.837 | 84.011 | 92.544 | 100.018 |
| FAVÖK Marjı | 23,50% | 26,51% | 28,19% | 29,88% | 31,57% | 31,56% | 31,55% | 31,55% | 31,54% | 31,53% |
| Vergi | 3.705 | 5.585 | 7.793 | 10.321 | 13.123 | 15.336 | 17.545 | 19.658 | 21.565 | 23.165 |
| Yatırım Harcamaları | 10.413 | 12.166 | 6.133 | 7.493 | 8.903 | 10.369 | 11.859 | 13.316 | 14.671 | 15.860 |
| Net Çalışma Sermayesi Değişimi | 922 | 2.713 | 2.890 | 2.982 | 2.957 | 3.576 | 3.663 | 3.617 | 3.413 | 3.053 |
| Serbest Nakit Akımları | 2.439 | 5.336 | 17.765 | 23.983 | 31.232 | 36.170 | 41.770 | 47.421 | 52.894 | 57.940 |
| Rf | 32,0% | 26,0% | 22,0% | 20,0% | 18,0% | 16,0% | 16,0% | 14,0% | 14,0% | 12,0% |
| Beta | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 |
| Hisse Senedi Risk Primi | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Ke | 37,6% | 31,6% | 27,6% | 25,6% | 23,6% | 21,6% | 21,6% | 19,6% | 19,6% | 17,6% |
| Vergi Oranı | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |
| Kd*(1-Vergi Oranı) | 26,4% | 21,5% | 18,2% | 16,5% | 14,9% | 13,2% | 13,2% | 11,6% | 11,6% | 9,9% |
| Borç % | 12,4% | 16,9% | 16,8% | 16,6% | 16,4% | 16,4% | 16,3% | 16,1% | 15,2% | 14,9% |
| Özsermaye % | 87,6% | 83,1% | 83,2% | 83,4% | 83,6% | 83,6% | 83,7% | 83,9% | 84,8% | 85,1% |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) | 36,2% | 29,9% | 26,0% | 24,1% | 22,1% | 20,2% | 20,2% | 18,3% | 18,3% | 16,4% |
| İNA | 1.957 | 3.298 | 8.715 | 9.484 | 10.113 | 9.744 | 9.362 | 8.986 | 8.470 | 7.969 |
| Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (2026T-2035T) | 78.097 | | | | | | | | | |
| Uzun Vadeli Büyüme Oranı | 5,0% | | | | | | | | | |
| Sonsuz Değer | 532.596 | | | | | | | | | |
| Sonsuz Değer'in Bugünkü Değeri | 73.252 | | | | | | | | | |
| Net Borç Pozisyonu | (10.594) | | | | | | | | | |
| Hedef Şirket Değeri | 161.944 | | | | | | | | | |

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi ile değerlendirme sonucu Şirket'in özsermaye değeri 161.944m TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

OYAK Çimento'nun benzer şirket karşılaştırması yöntemi ile değerlemesinde, Şirket ile aynı alanda faaliyet gösteren yurt içi ve uluslararası benzer şirketlerin FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanları detaylı olarak incelenmiştir. Değerlemede, benzer şirketler ile karşılaştırılabilirliği en iyi yansıttığı değerlendirilen FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) çarpanı esas alınmıştır. FD/FAVÖK çarpanı, Şirket'in operasyonel kârlılığını sermaye yapısından bağımsız şekilde yansıması ve sektör genelinde en yaygın kullanılan değerlendirme göstergelerinden biri olması nedeniyle tercih edilmiştir. Bu çerçevede, benzer şirketlerin son 12 ay gerçekleşmiş FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. İleriye dönük tahminler piyasa oynaklığı ve görünürlükteki sınırlamalar nedeniyle değerlendirme hesaplamasına dahil edilmemiş, mevcut operasyonel performansı en güncel şekilde yansıtan gerçekleşmiş veriler üzerinden değerlendirme yapılmıştır.

| ŞİRKET ADI | ÜLKE | FD/FAVÖK | | | FD/SATIŞLAR | | | F/K | | |
|---------------------------------|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | | SON 12 AY | 2026T | 2027T | SON 12 AY | 2026T | 2027T | SON 12 AY | 2026T | 2027T |
| AKCANS A CEMENTO | TÜRKİYE | 9,00x | 6,74x | 5,34x | 1,29x | 1,00x | 0,81x | 51,12x | 17,21x | 10,57x |
| ASIA CEMENT CORP | TAYVAN | 13,67x | 14,22x | 13,68x | 2,42x | 2,42x | 2,37x | 11,91x | 11,59x | 11,29x |
| BUZZI SPA | İTALYA | 6,76x | 6,67x | 6,31x | 1,84x | 1,79x | 1,72x | 9,74x | 10,74x | 10,08x |
| CEMENTIR HOLDING NV | İTALYA | 5,11x | 5,48x | 5,13x | 1,36x | 1,33x | 1,25x | 12,21x | 13,16x | 12,26x |
| CEMENTOS ARGOS SA | KOLOMBİYA | 14,65x | 12,18x | 10,97x | 3,15x | 2,95x | 2,73x | 31,85x | 25,34x | 21,68x |
| CEMEX SAB-CPO | MEKSİKA | 10,36x | 7,08x | 6,64x | 1,47x | 1,39x | 1,34x | 44,45x | 14,79x | 13,60x |
| CIMENTS DU MAROC | FAS | 12,57x | 7,89x | 7,26x | 5,29x | 3,54x | 3,23x | 23,25x | 15,74x | 14,21x |
| CIMSA CEMENTO SANAYI VE TIC | TÜRKİYE | 8,97x | 7,12x | - | 1,68x | 1,30x | - | 16,16x | 10,69x | - |
| DALMIA BHARAT LTD | HİNDİSTAN | 13,37x | 12,55x | 11,10x | 2,63x | 2,56x | 2,33x | 54,22x | 32,58x | 28,54x |
| GCC SAB DE CV | MEKSİKA | 7,09x | 6,65x | 6,06x | 2,45x | 2,32x | 2,16x | 12,27x | 12,39x | 11,01x |
| HANIL CEMENT CO LTD/NEW | GÜNEY KORE | 8,24x | 8,06x | 7,16x | 1,24x | 1,23x | 1,15x | 16,42x | 14,13x | 11,69x |
| HEIDELBERG MATERIALS AG | ALMANYA | 9,44x | 8,33x | 7,76x | 1,91x | 1,84x | 1,74x | 16,86x | 14,14x | 12,75x |
| JK LAKSHMI CEMENT LTD | HİNDİSTAN | 8,78x | 9,08x | 7,74x | 1,39x | 1,37x | 1,23x | 27,56x | 18,77x | 15,55x |
| RAMCO CEMENTS LTD/THE | HİNDİSTAN | 20,44x | 18,18x | 15,06x | 3,21x | 3,07x | 2,73x | 87,03x | 68,06x | 40,69x |
| SAUDI CEMENT | SUUDİ ARABİSTAN | 9,30x | 8,93x | 8,69x | 3,32x | 3,17x | 3,02x | 14,75x | 13,85x | 12,88x |
| SHREE CEMENT LTD | HİNDİSTAN | 18,02x | 18,18x | 16,29x | 4,16x | 4,03x | 3,69x | 80,23x | 49,82x | 41,23x |
| SIAM CEMENT PCL/THE | TAYLAND | 16,76x | 12,40x | 11,33x | 1,20x | 1,12x | 1,07x | 18,24x | 26,71x | 19,30x |
| STAR CEMENT LTD | HİNDİSTAN | 11,93x | 10,52x | 9,57x | 2,56x | 2,51x | 2,24x | 52,58x | 23,81x | 21,32x |
| TITAN AMERICA SA | BELÇİKA | 8,62x | 7,78x | 7,11x | 1,95x | 1,89x | 1,75x | 16,13x | 14,03x | 12,54x |
| ULTRATECH CEMENT LTD | HİNDİSTAN | 24,82x | 22,21x | 18,36x | 4,35x | 4,22x | 3,79x | 57,40x | 42,02x | 32,15x |
| VICAT | FRANSA | 5,73x | 5,49x | 5,24x | 1,15x | 1,11x | 1,08x | 10,71x | 10,34x | 9,23x |
| WEST CHINA CEMENT LTD | ÇİN | 11,10x | 5,42x | 4,40x | 2,48x | 2,05x | 1,74x | 13,46x | 8,62x | 6,27x |
| YAMAMA CEMENT CO | SUUDİ ARABİSTAN | 10,57x | 9,51x | 8,45x | 4,55x | 4,23x | 3,80x | 10,19x | 11,39x | 10,45x |
| MEDYAN | | 10,36x | 8,33x | 7,75x | 2,42x | 2,05x | 1,95x | 14,75x | 14,03x | 12,54x |
| ORTALAMA | | 11,53x | 10,03x | 9,08x | 2,48x | 2,28x | 2,13x | 15,32x | 15,13x | 13,96x |
| OYAK CIMENTO FABRİKALARI | TÜRKİYE | 7,51x | 5,81x | 4,61x | 2,01x | 1,55x | 1,25x | 14,23x | 8,98x | 6,91x |
| PRİM/İSKONTO (-) | | -27% | -30% | -40% | -17% | -24% | -36% | -4% | -36% | -45% |

Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım Araştırma

Son 12 ay verilerine göre OYAK Çimento, benzer şirketlerin medyan çarpanlarına kıyasla FD/FAVÖK çarpanında %27, FD/Satışlar çarpanında %17 ve F/K çarpanında %4 iskonto ile işlem görmektedir. (F/K çarpanında 30'dan büyük şirketler uç değer olarak kabul edilip medyan ve ortalama hesabına dahil edilmemiştir.) Şirket'in özsermaye değeri hesaplamasında, 31.12.2025 dönemine ait net nakit ve FAVÖK verileri esas alınmıştır. Değerlemede kullanılan medyan FD/FAVÖK çarpanı 10,36x seviyesindedir.

| Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Değerleme | |
|---|----------------|
| Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı | 10,36x |
| FAVÖK - 2025/12 (mn TL) | 14.648 |
| Firma Değeri (mn TL) | 151.711 |
| Net Nakit Pozisyonu - 2025/12 (mn TL) | 10.594 |
| Özsermaye Değeri (mn TL) | 162.305 |

Benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı ile değerlendirme sonucu Şirket'in özsermaye değeri 162.305mn TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu

| Değerleme Yöntemi | Özsermaye Değeri (mn TL) | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL) |
|---------------------------------------|--------------------------|-----------------|---|
| Piyasa Çarpanları Analizi | 162.305 | 50,00% | 81.153 |
| İNA Analizi | 161.944 | 50,00% | 80.972 |
| Hedef Özsermaye Değeri (mn TL) | | | 162.124 |
| Çıkarılmış Sermaye (mn TL) | | | 4.862 |
| Hedef Pay Başına Değer (TL) | | | 33,35 |
| Kapanış Fiyatı (TL) | | | 25,50 |
| Getiri Potansiyeli | | | 30,8% |

OYAK Çimento için gerçekleştirdiğimiz değerlendirme çalışmasında, Şirket'in özsermaye değerinin tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi ile Piyasa Çarpanları Analizi birlikte kullanılmış olup, her iki yönteme eşit ağırlık verilmiştir. Bu yaklaşım, hem Şirket'in geleceğe yönelik nakit üretim kapasitesini hem de benzer şirketlerle göreceli konumunu dikkate alarak daha dengeli ve kapsamlı bir değerlendirme çerçevesi sunmaktadır.

Söz konusu yöntemler çerçevesinde ulaşılan değerlerin ağırlıklandırılması sonucunda, Şirket için 12 aylık hedef özsermaye değeri 162.124 mn TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer, 4.862 mn TL seviyesindeki çıkarılmış sermaye dikkate alındığında, pay başına 33,35 TL hedef fiyata işaret etmektedir.

15.04.2026 tarihli 25,50 TL seviyesindeki son kapanış fiyatı baz alındığında, 12 aylık hedef pay değerimiz yaklaşık %30,8 oranında yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Şirket'in güçlü operasyonel yapısı, sürdürülebilir nakit üretim kapasitesi ve sektör dinamikleriyle uyumlu büyüme potansiyeli göz önüne alındığında, mevcut seviyelerin orta-uzun vadeli yatırımcılar açısından cazip bir giriş noktası olduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, OYAK Çimento'yu (OYAKC) "AL" önerisi ile takip listemize dahil ediyoruz.

Özet Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

| BİLANÇO (TL Mn) | 2024/12 | 2025/12 | Değişim % |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------------|
| Maddi Duran Varlıklar | 30.427 | 35.461 | 16,5% |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 7.290 | 7.534 | 3,4% |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler | 6.514 | 4.685 | -28,1% |
| Ticari Alacaklar | 9.082 | 8.898 | -2,0% |
| Hazır Değerler | 8.315 | 13.820 | 66,2% |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar | 12.243 | 9.899 | -19,1% |
| Toplam Aktifler | 73.871 | 80.297 | 8,7% |
| Uzun Vadeli Borçlar | 146 | 1.413 | 869,6% |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 1.456 | 1.405 | -3,6% |
| Kısa Vadeli Borçlar | 0 | 0 | A.D. |
| Ticari Yükümlülükler | 7.941 | 7.444 | -6,3% |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 4.613 | 7.084 | 53,6% |
| Toplam Yükümlülükler | 14.156 | 17.345 | 22,5% |
| Toplam Özsermaye | 59.715 | 62.952 | 5,4% |
| Toplam Pasifler | 73.871 | 80.297 | 8,7% |

| GELİR TABLOSU (TL Mn) | 2024/12 | 2025/12 | Değişim % |
|--|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar | 58.156 | 56.503 | -2,8% |
| SMM | 41.622 | 41.419 | -0,5% |
| Brüt Kâr | 16.534 | 15.084 | -8,8% |
| Faaliyet Giderleri | 3.290 | 3.932 | 19,5% |
| Net Esas Faaliyet Kâr/(Zarar) | 13.245 | 11.152 | -15,8% |
| Net Diğer Gelir/(Gider) | 1.016 | 196 | -80,7% |
| Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider | 655 | 1.221 | 86,4% |
| Finansman Gelir/(Gider) | 2.102 | 1.111 | -47,1% |
| Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp | -2.440 | -1.959 | A.D. |
| Vergi Öncesi Kâr | 14.577 | 11.721 | -19,6% |
| Vergi | -5.196 | -2.958 | A.D. |
| Net Kâr/(Zarar) | 9.382 | 8.763 | -6,6% |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | A.D. |
| Ana Ortaklık Payları | 9.382 | 8.763 | -6,6% |

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Şeker Yatırım

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 dayanarak 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 hiç bir 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
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com