

Türkiye Çimento Sektörü

Faiz indiriminin dolaylı yararlanıcıları

7 Temmuz 2025

- İki çimento üreticisi için araştırma kapsamımızı başlatıyoruz: Çimsa için "Endeks Üstü Getiri" (hedef fiyat: 78,10 TL), Akçansa için ise "Endekse Paralel Getiri" (hedef fiyat: 181,70 TL) tavsiyesinde bulunuyoruz.
- Yurtiçi pazarda iki farklı hikâye:** 2023 Şubat'ında depremde etkilenen Türkiye'nin güney ve doğu bölgelerinde büyük bir yeniden inşa süreci yaşanıyor. Bu bölgelerde çimento talebi 1Ç25'te yıllık bazda %8 artarken, yüksek gelirli batı ve kuzey bölgelerinde ise yıllık bazda %21 daralma kaydedildi. Doğudaki güçlü talep, lojistik avantajı sayesinde bu bölgeye yakın tesislerin yalnızca satış hacimlerini değil, aynı zamanda kârlılıklarını da destekliyor.
- Ukrayna ve Suriye potansiyel yeni pazarlar;** zamanlama belirsiz: Yurtiçindeki bölgesel talep ayrışmasının 2026 sonuna kadar sürebileceğini öngörüyoruz. Sonrasında, Suriye'deki yeniden inşa sürecine yönelik herhangi bir ilerleme, doğudaki üreticiler için bir sonraki katalizör olabilir. Batıdaki üreticiler (AKCNS dahil) açısından ise Ukrayna, yeniden yapılanma pazarı olabilir; ancak bu sürecin ne zaman başlayacağına dair net bir yol haritası göremiyoruz.
- Türkiye'de beklenen faiz indirimleri daha geniş çaplı bir katalizör olabilir:** Mevcut yüksek faiz oranları, yüksek gelirli batı şehirlerinde inşaat faaliyetlerinde yavaşlamaya neden oluyor. Önümüzdeki dönemde Türkiye'de faizlerin düşme ihtimali, önceki faiz indirim döngüsünde (4Ç18–3Ç20) çimento hisselerinde görüldüğü gibi, inşaatla bağlantılı sektörlerle yönelik olumlu bir hava yaratabilir.
- Aynı ürünler, farklı hisseler:** Çimento yarı emtia niteliğinde bir ürün olsa da, yerel sektör oyuncularını arasında belirgin farklar bulunuyor. CIMSA, küresel ölçekte bir yapı malzemeleri üreticisine dönüşme yolunda ilerliyor. AKCNS ise batı illerindeki konut ve altyapı talebindeki olası toparlanmaya maruz kalım sunuyor. Türkiye'nin 2023 depremlerinden etkilenen doğu bölgelerine yakın konumlanan üreticiler ise, yüksek talebe sahip müşterilere yakınlık sayesinde lojistik avantajdan faydalananıyor.
- Hisse görüşlerimiz:** CIMSA'ya yönelik daha olumlu görüşümüz, şirketin ürün geliştirme ve bölgesel çeşitlendirmede gösterdiği güçlü performansı yansıtıyor – ki bu unsurlar yatırımcılar tarafından daha yüksek kârlılık çarpanlarıyla açıkça takdir ediliyor. AKCNS'yi ise Türkiye genelindeki inşaat faaliyetlerinde olası bir toparlanmaya yönelik yüksek kaliteli bir opsiyon olarak izliyoruz.

Tavsiye ve hedef fiyat tahminlerimiz (TL/hisse):

Sembol	Şirket Adı	Öneri	Güncel Fiyat	Hedef Fiyat	Yükseliş	FD/FAVÖK		F/K (x)		Temettü Verimi (%)	
			TL/sh	TL/sh	Potansiyeli	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
AKCNS	Akçansa	Endekse Paralel Getiri	141.30	181.70	29%	5.9x	4.7x	16.2x	12.6x	4.4%	4.3%
CIMSA	Çimsa	Endeks Üstü Getiri	52.10	78.10	50%	8.3x	5.6x	11.8x	9.5x	1.2%	2.1%

Kaynak: Tera Yatırım, Rasyonet

Tuna Kocaoğlu
tkocaoglu@terayatirim.com
Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com

Çimsa

ENDEKS ÜSTÜ GETİRİ

Global Yapı Malzemeleri Oyuncusu Olma Yolunda...

7 Temmuz 2025

Takip ettiğimiz şirketler listesine “Endeks Üstü Getiri” önerisiyle ekliyoruz.... Çimsa için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına **78.10 TL** olarak **%50** yükseliş potansiyeli sunuyor.

Yatırım teması: Çimsa dönüşüm hedefleri doğrultusunda güçlü bir performans sergilemektedir. Benzersiz beyaz çimento kapasitesine ek olarak, Mannok satın alımı şirketi katma değerli ürünler alanında bir üst seviyeye taşımıştır. %71 düzeyindeki yüksek ihracat oranı, Türkiye’ye özgü makro risklerin etkisini azaltırken, yakında devreye girecek olan 700 bin ton kapasiteli ABD gri çimento öğütme tesisi de coğrafi çeşitliliği desteklemektedir. Şirketin yenilikçi yaklaşımı, biri Münih’te olmak üzere iki büyük Ar-Ge merkeziyle somutlaşmakta olup, bu merkezlerden halihazırda ileri teknoloji yapı malzemeleri piyasaya sunulmuştur. Hissenin son beş yıldaki görece güçlü performansı, yatırımcıların bu başarıyı takdir ettiğine işaret etmektedir. Ancak bu durum, mevcut seviyelerde değerlendirme açısından soru işaretleri de doğurmaktadır. Çimsa için “Endeks Üstü Getiri” önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Katalizörler: 1) Deprem bölgesinde talebin güçlü seyrini koruması, 2) Türkiye’de olası faiz indirimlerinin inşaat sektörünü desteklemesi, 3) Suriye yeniden yapılandırma pazarının açılması, 4) Eskişehir enerji yatırımları (1H25), Mersin CAC tesisi (1Y26T) ve ABD öğütme tesisi (700 bin ton/yıl, 4Y25T) gibi katma değerli yeni projelerin devreye girmesi ile birlikte, yatırım döngüsünün ardından olası borçluluğun azalması, 5) 2026 sonrası temettü potansiyelini artıracak unsurlar arasında öne çıkmaktadır.

Riskler: 1) Son dönemde Cimsa’nın ana faaliyet bölgelerinde fiyatlama esnekliğinin sınırlı kalması, 2) SAHOL hisselerindeki dalgalanmanın ara dönem kârlarına (örneğin 1Ç25’te TL0,7 milyar zarar) gerçeğe uygun değerlendirme kazanç/kayıpları şeklinde yansımaları, 3) 2Ç-3Ç24 dönemine ait güçlü fiyatlama bazının marj karşılaştırmalarını zorlaştıracak olması, önümüzdeki döneme ilişkin bazı risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Değerleme: CIMSAA, 2025 tahminlerimize göre 8.3x FD/FAVÖK ve 11.8x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Hisseleri, indirgenmiş nakit akımı (DCF) yöntemi ile 12 aylık ileriye dönük 6.0x FD/FAVÖK ve 10.0x F/K hedef çarpanlarının birleşimi üzerinden değerlendiriyoruz.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	52.10
Piyasa Değeri (TLmn)	49,265
12 aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)	78.10
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL/hisse)	73,851
Yukarı Potansiyel (TL)	50%
Temettü Verimi	1%

Finansal Veriler (US\$ mn)

	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	20,505	28,151	46,739	54,314
% büyüme		37	66	16
FAVÖK	3,660	5,086	8,499	12,157
% büyüme		39	67	43
Net Kar	2,491	2,688	4,161	5,170
% büyüme		8	55	24

Marjlar (%)

	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	17.8	18.1	18.2	22.4
Net Marj	12.1	9.5	8.9	9.5
Brüt Temettü Getirisi	1.8%	3.1%	1.2%	2.1%

Çarpan

	2023	2024	2025T	2026T
F/K (US\$, x)	8.8	12.1	11.8	9.5
FD/FAVÖK (US\$, x)	7.9	10.0	8.3	5.6
Net Borç/FAVÖK (US\$, x)	0.6	2.7	1.9	1.1
Özsermaye Getirisi (US\$,%)	13.4	10.9	14.9	16.1

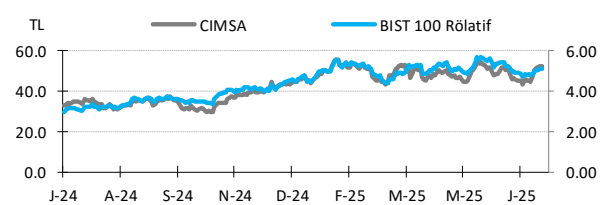
Hisse Verisi

Bloomberg Kodu	CIMSAAIS	CIMSAA TI
Sektör		Çimento
Hisse Sayısı (mn)		946
3M Ort. Vol. (mn)		US\$13.8
52-Haftalık	TL29.51 -	TL55.80

Piyasa Verisi

BIST-100	10,276
TL/US\$	39.6792

Fiyat Eğrisi



Fiyat Performansı

	1A	3A	YTD	6A
TL Nominal Getiri	1%	15%	86%	70%
BIST-100 Rölatif	-6%	5%	35%	24%

Hissedar Dağılımı

Sabancı Holding <SAHOL TI>	54.5%
Akçansa <AKCNS TI>	9.0%
Diğer	36.5%

Tuna Kocaoğlu
tkocaoglu@terayatirim.com
 Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com

Akçansa

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

7 Temmuz 2025

Ekonomik Canlanma için Beklemede

Takip ettiğimiz şirketler listesine “Endekse Paralel Getiri” önerisiyle ekliyoruz.... Akçansa için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına **181.70 TL** olarak **%29** yükseliş potansiyeli sunuyor.

Yatırım teması: Akçansa, olgun varlık yapısı sayesinde sınırlı yatırım harcaması gereksinimi ile öne çıkmakta ve bu durum düzenli temettü ödemelerini mümkün kılmaktadır. Şirketin ana varlıkları, Türkiye’nin batı ve kuzeyinde yer alan yüksek gelirli bölgelerde konumlanmış olup, bu bölgelerde makroekonomik zorluklar kaynaklı talep daralması dikkat çekmektedir. Bu durum, doğu ve güney illerinde deprem sonrası oluşan talep artışıyla tezat oluşturmaktadır. Şirketin deniz limanları, toplam gelirlerin yaklaşık %20’sini oluşturan ihracat için opsiyon sunmakta olup, ABD ana hedef pazar konumundadır. Ukrayna’daki savaşın hafiflemesi, ihracat beklentileri açısından Akçansa için anlamlı olabilir. Öte yandan, halihazırda düşük seviyelerdeki konut ve altyapı talebi (yol, tünel, köprü ve toplu konut) yüksek faiz oranları nedeniyle baskı altında kalmaktadır.

Katalizörler: 1) Akçansa’nın ana faaliyet alanı olan yüksek gelirli bölgeler, aynı zamanda Türkiye’nin en yüksek deprem riski taşıyan illeri arasında yer almakta olup, bu durumun kentsel dönüşüm projelerini hızlandırma potansiyeli bulunmaktadır. 2) Bu potansiyel, 1Y25’teki düşük baz dikkate alındığında, önümüzdeki yıl daha düşük faiz oranlarının devreye girmesiyle desteklenebilir. 3) Öte yandan, Rusya-Ukrayna hattında olası bir ateşkes, bölgesel yeniden yapılandırma süreci açısından ihracat fırsatı doğurabilir. 4) Şirketin 1Ç sonuçlarındaki bazı zayıflıkların ise tekrarlayıcı olmayan unsurlardan kaynaklandığını belirtmek gerekir; örneğin yağışlı hava, bayram tatili etkisi ve 3Ç25 sonuna kadar sürecektir yüksek ertelenmiş vergi yükü. 5) Akçansa’nın düşük klinker oranlı nihai ürünler kullanması, aynı fiyatla daha düşük maliyet anlamına gelmektedir. 6) Ayrıca, %9 pay sahibi olduğu Cimsa’nın temettü ödemelerinde görülebilecek hızlanma da öne çıkmaktadır.

Riskler: 1) Yurt içi pazarda fiyat baskısı, 2) Maliyetlerin yaklaşık %40’ını oluşturduğu tahmin edilen elektrik ve petcoke gibi temel girdilerdeki fiyat dalgalanmaları, 3) 2025-26 dönemi için Rasyonet platformunda yer alan %22’nin üzerindeki marj tahminleri iyimser görünmesi, 4) 2Ç24 marjlarının yüksek baz oluşturmaları, önümüzdeki döneme ilişkin kârlılık üzerinde baskı yaratabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Değerleme: AKCNS, 2025 tahminlerimize göre 5.9x FD/FAVÖK ve 16.2x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Şirketi, %50 oranla indirgenmiş nakit akımı (DCF) yöntemi ve %50 oranla 12 aylık ileriye dönük 5,0x FD/FAVÖK ve 9,0x F/K hedef çarpanlarının birleşimi üzerinden değerlendiriyoruz.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	141.30
Piyasa Değeri (TLmn)	27,051
12 aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)	181.70
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL/hisse)	34,786
Yukarı Potansiyel (TL)	29%
Temettü Verimi	4%

Finansal Veriler (US\$ mn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	18,724	21,614	25,463	31,780
% büyüme		15	18	25
FAVÖK	3,930	3,859	3,760	4,680
% büyüme		-2	-3	24
Net Kar	2,371	1,673	1,665	2,145
% büyüme		-29	0	29

Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	21.0	17.9	14.8	14.7
Net Marj	12.7	7.7	6.5	6.8
Brüt Temettü Getirisi	1.2%	3.9%	4.4%	4.3%
Çarpan	2023	2024	2025T	2026T
F/K (US\$, x)	8.5	17.8	16.2	12.6
FD/FAVÖK (US\$, x)	4.2	6.2	5.9	4.7
Net Borç/FAVÖK (US\$, x)	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1
Özsermaye Getirisi (US\$, %)	17.2	8.1	7.2	8.9

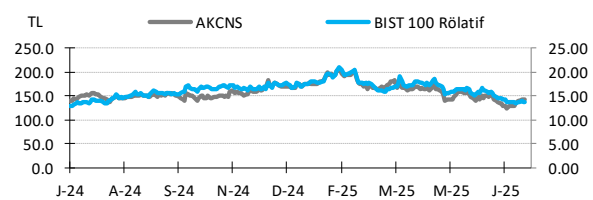
Hisse Verisi

Bloomberg Kodu	AKCNS.IS	AKCNS.TI
Sektör		Çimento
Hisse Sayısı (mn)		191
3M Ort. Vol. (mn)		US\$1.8
52-Haftalık	TL124.50 -	TL204.45

Piyasa Verisi

BIST-100	10,276
TL/US\$	39.6792

Fiyat Eğrisi



Fiyat Performansı	1A	3A	YTD	6A
TL Nominal Getiri	-6%	-16%	7%	-11%
BIST-100 Rölafit	-14%	-24%	-22%	-35%

Hissedar Dağılımı

Sabancı Holding <SAHOL TI>	54.5%
Akçansa <AKCNS TI>	9.0%
Diğer	36.5%

Tuna Kocaoglu
tkocaoglu@terayatirim.com
Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com

Derecelendirme	Tanım
Endeks Üstü Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.
Endekse Paralel Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor.
Endeks Altı Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.

“Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi 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 yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.”