

Yeni yatırımlar bekleniyor, zayıf fiyatlama marjları olumsuz etkiliyor...

7 Ağustos 2025

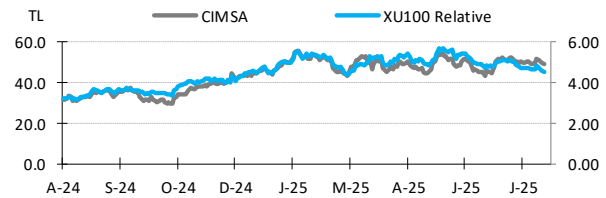
Çimsa yönetimi, dün açıklanan 2Ç sonuçlarının ardından bir yatırımcı toplantısı gerçekleştirdi. Şirketin TL717mn net karı, güçlü ciro artışına rağmen düşük marjlar nedeniyle ara dönem konsensüs beklentisi olan TL781mn'un bir miktar altında kaldı. Görüşme genel olarak olumlu geçti. Hedef fiyatımızı TL78.10'dan TL77.10'a revize ediyoruz (mevcut fiyatlara göre %57 yükseliş potansiyeli). Şirketin inorganik büyüme yatırımlarını sürdürmesi ve Mannok kaynaklı sinerjilerin anlamlı katkısı nedeniyle 'Endeks Üstü Getiri' tavsiyemizi koruyoruz.

Analist toplantısından öne çıkanlar: **1)** Çimsa'nın ABD'deki öğütme tesisi 4Ç25'te devreye alınmak üzere takvime uygun ilerlerken, Eskişehir Atık Isıdan Enerji Üretim (WHP) projesi (tesis tüketiminin %25'i) şu anda test aşamasındadır. **2)** 2025 yılının ilk yarısında yurtiçi pazar daha zorlu bir görünüm sergilerken, yılın ikinci yarısında koşulların kısmen daha elverişli olması beklenmekte; ancak fiyatlama baskılarının sürmesi muhtemel. **3)** Ticaret tarafındaki hacimler, klinker ve çimento alımlarının etkisiyle yıllık bazda iki katına çıkarken; bu strateji marjlar üzerinde baskı yarattı. **4)** Yönetim, SAHOL'deki paylarını stratejik bir yatırım olarak gördüklerini ve satış planlarının bulunmadığını yineledi. **5)** Şirket, 2025 yılı için FAVÖK marjında 2024 seviyelerine (~%18) paralel bir seyir öngörüyor; bizim tahminimiz ise hafif aşağıda %17 seviyesinde. **6)** Houston'daki öğütme tesisinin, ABD'de mevcut ithalat vergilerinin sağladığı avantajla birlikte, fiyatlama gücünü desteklemesi bekleniyor. **7)** Çimsa, 2Ç25 itibarıyla Net Borç/FAVÖK oranını 2,85x olarak açıkladı ve yönetim bu seviyeyi sağlıklı olarak değerlendirdi. ABD öğütme tesisi ve Mannok katkısının 2025 sonuna doğru devreye girmesiyle birlikte bu oranın 2,7-2,8x'e gerilemesi, 2026'da ise 2,0x'in altına inmesi bekleniyor. **8)** Yönetim, Suriye'ye yapılan ihracatlarda ek bir ivmelenme olduğunu ve hacmin yıllık bazda üç katına çıktığını belirtti.

Finansal sonuçlar: **1)** Karşılaştırılabilir satış hacimleri yıllık bazda %32 artarken, Mannok katkısıyla konsolide hacim %47 yükseldi. **2)** hem yurt içi hem de ihracat pazarlarında fiyat artışları enflasyonun gerisinde kaldığı için reel FAVÖK artışı %5'te sınırlı kaldı. **3)** Geçen yılki yüksek baz ve maliyetlerdeki reel artış (%54) nedeniyle FAVÖK marjı yıllık 6,1 puan daralarak %18,6'ya geriledi (Tera: %19,3). **4)** Mannok sonrası faaliyet giderlerinin ciroya oranı bu çeyrekte normalleşse de yıllık bazda yüksek kaldı. **5)** Olumlu kur farkına rağmen, artan faiz giderleri, düşük parasal kazanç ve diğer kalemlerdeki negatif etkiler net kârı baskıladı. **6)** Düzeltilmiş net borç TL18,0 milyara yükselirken, kaldıraç oranı yatay seyrederek 3.1x seviyesinde gerçekleşti.

Hedef fiyat TL78,10'dan TL77,10'a revize edildi... Hisse senedi, 2025T için 15,5x F/K ve 8,9x FD/FAVÖK; 2026T için ise 12,9x F/K ve 6,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Fiyat				
Son Kapanış (TL)				49.04
Piyasa Değeri (TLmn)				46,372
12 aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)				77.10
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL/hisse)				72,905
Yukarı Potansiyel (TL)				57%
Temettü Verimi				1%
Finansal Veriler (US\$ mn)				
	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	20,505	28,151	49,657	58,598
% büyüme		37	76	18
FAVÖK	3,660	5,086	8,286	11,536
% büyüme		39	63	39
Net Kar	2,491	2,688	2,991	3,606
% büyüme		8	11	21
Marjlar (%)				
	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	17.8	18.1	16.7	19.7
Net Marj	12.1	9.5	6.0	6.2
Brüt Temettü Getirisi	1.8%	3.1%	1.3%	1.6%
Çarpan				
	2023	2024	2025T	2026T
F/K (US\$, x)	8.8	12.1	15.5	12.9
FD/FAVÖK (US\$, x)	7.9	10.0	8.9	6.1
Net Borç/FAVÖK (US\$, x)	0.6	2.7	2.5	1.6
Özsermaye Getirisi (US\$,%)	13.4	10.9	9.7	10.7
Hisse Verisi				
Bloomberg Kodu		CIMSA.IS		CIMSA TI
Sektör				Çimento
Hisse Sayısı (mn)				946
3M Ort. Vol. (mn)				US\$12.3
52-Haftalık		TL29.51 -		TL55.80
Piyasa Verisi				
BIST-100				10,901
TL/US\$				40.5932
Fiyat Eğrisi				



Fiyat Performansı				
	1A	3A	YTD	6A
TL Nominal Getiri	-6%	10%	75%	60%
BIST-100 Rölatif	-11%	-8%	20%	10%
Hissedar Dağılımı				
Sabancı Holding <SAHOL TI>				54.5%
Akçansa <AKCNS TI>				9.0%
Halka Açıklık Yüzdesi Olarak Yabancı Yatırımcılar				36.5%

Tuna Kocaoğlu
tkocaoğlu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

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.”
