

Limak Doğu Anadolu Çimento Toplantı Notları – LMKDC

Yavuz Atmaca yatmaca@ziraatyatirim.com.tr

Limak Doğu Anadolu Çimento, 2Ç26 finansal sonuçlarının ardından dün bir analist toplantısı gerçekleştirdi. Toplantıda öne çıkan notlarımızı paylaşıyoruz.

Şirket, zorlu geçen ilk çeyreğin ardından 2Ç26'da önceki çeyreğe göre hacim ve karlılıkta toparlanma (yıllık bazda zayıflayan karlılık ve marjlar) kaydederken, yönetim 2026 yılına ilişkin ilk kez sayısal beklentiler paylaştı. Suriye pazarı ve düşük karbonlu ürünler ise ilave büyüme alanları olarak öne çıkmakta.

Toplantıda Öne Çıkanlar

Operasyonel toparlanma. Toplam çimento ve klinker satış hacmi 1Ç26'daki 362 bin tondan 2Ç26'da 591 bin tona yükselerek çeyreklik bazda %63 arttı. Böylece ilk yarı satış hacmi 953 bin tona ulaştı. Yönetim, toparlanmanın ikinci yarıda devam etmesini bekliyor. Ayrıca, fiyatlama kabiliyetinde sorun yaşanmadığı ve hacim yerine marjı koruyan satış politikasının sürdürüldüğü belirtildi.

2026 yılı beklentileri açıklandı. Şirket yıl sonunda 2,3mn ton **çimento ve klinker** satış hacmi, TMS 29 etkisi hariç yaklaşık 9 milyar TL hasılat, %30-%33 FAVÖK marjı ve 30mn USD yatırım harcaması öngörüyor. Net işletme sermayesi/hasılat oranının %15-%20 aralığında, karbon emisyonunun ise 700 kg CO₂/ton seviyesinin altında gerçekleşmesi hedefleniyor.

Net nakitte yıl sonuna doğru toparlanma bekleniyor. Haziran sonundaki net nakit pozisyonunun 751mn TL'ye gerilemesi, 1 milyar TL'yi aşan temettü ödemesi ve yatırım programının yaklaşık %80'inin ilk yarıda tamamlanmasından kaynaklandı. Yönetim, yılın kalanında yatırım harcamalarının yavaşlaması ve faaliyet performansının güçlenmesiyle net nakdin hızlı toparlanmasını bekliyor.

Hazır beton, büyümeyi desteklerken marjı seyreltiyor. Yönetim, hazır beton faaliyetlerinin 2025'te yalnızca son çeyrekte finansallara yansıdığını, 2026'da ise yıl boyunca etkili olacağını ifade etti. Yönetim, hazır betonun çimentoya kıyasla görece düşük marjlı yapısının 2026 FAVÖK marjındaki yıllık gerilemede etkili olduğunu vurguladı.

2026 Beklentileri

Gösterge	2025 Gerçekleşme	2026 Beklentisi
Çimento ve klinker satış hacmi (mn ton)	2,83	2,3
Hasılat (TMS 29 hariç)	8,1 milyar TL	9 milyar TL
FAVÖK marjı	%40	%30- %33
Yatırım harcamaları	17mn USD	30mn USD
Net işletme sermayesi / hasılat	%16	%15- %20
Karbon emisyonu	716 kg CO ₂ /ton	<700 kg CO ₂ /ton

Kaynak: Yatırımcı Sunumu

Hacimlerdeki yıllık gerilemeye karşın yönetim, 2,3mn tonluk satış hacmini deprem talebinin normalleşmesinin ardından Şirket için oluşacak baz talep seviyesi olarak değerlendiriyor. Suriye kaynaklı ilave talep, yeni pazarlar veya bölgesel projeler bu seviyenin üzerinde yukarı yönlü potansiyel yaratabilir. Ayrıca çimento ve klinker fiyatları farklı olduğundan iki rakamın bölünmesiyle sağlıklı bir çimento fiyatı hesaplanamıyor. 2025'te yaklaşık %40 olan FAVÖK marjının 2026'da %30-%33 bandına gerilemesinde ise düşük kapasite kullanımı ve hazır betonun ürün karmasındaki artan payı öne çıkıyor.

İkinci Yarı Görünümü ve Finansal Yapı

Hacim ve marj görünümü: Olumsuz hava koşulları ve deprem bölgesindeki yüksek baz, ilk yarı hacimlerini baskıladı. Buna karşın 2Ç26'daki %63'lük çeyreklik hacim artışı, bölgesel faaliyetlerin hızlandığını gösterdi. Yönetim, 2Y26'da canlılığın daha da artmasını ve en az ilk yarıdaki %29,7 FAVÖK marjının korunmasını bekliyor.

Fiyatlama disiplini: Şirket, maliyet değişimlerini satış fiyatlarına yansıtmakta sorun yaşamadığını, yalnızca hacim büyümesine değil, marjların ve satış koşullarının korunmasına odaklandığını belirtti. 2Ç26 FAVÖK marjı, toplantıda paylaşılan emsal şirketlerin %18'lik ortalamasının 14 puan üzerinde gerçekleşti.

Yatırım ve nakit akışı: 2026 yatırım programının yaklaşık %80'i ilk yarıda tamamlandı. Yıl sonu 30mn USD yatırım hedefi korunurken, takip eden yıllarda yatırım harcamalarının hem 2025 hem de 2026 seviyesinin altında kalması bekleniyor. Bu görünüm ve finansal borcun bulunmaması, temettü politikasının ve yeni enerji yatırımlarının finanse edilmesi açısından bilanço esnekliğini destekliyor. Şirket 1Y2026 itibarıyla 751mn TL net nakittedir.

Suriye Pazarı Uzun Vadeli İlave Potansiyel Sunuyor

Yönetim, Suriye pazarını mevcut 2026 baz beklentisinin üzerine eklenebilecek en önemli büyüme alanı olarak tanımladı. Suriye'nin çimento tüketiminin 2024 ve 2025'te yaklaşık 5,5mn ton seviyesinde olduğu, 2026'nın ilk yarısında ise 6mn tona ulaştığı belirtildi. Suriye Endüstri Bakanlığı ve OAİB verilerine dayanan projeksiyonlarda 2026 talebi 12,3mn ton, 2031 talebi ise 51,4mn ton olarak öngörülüyor.

Planlanan yerli kapasite yatırımlarına rağmen 2031'de yaklaşık 21,6mn tonluk arz açığının devam etmesi ve talebin %42'sinin ithalatla karşılanması bekleniyor. Türkiye'nin Suriye'ye çimento ve klinker ihracatının 2026'nın ilk yarısında 1,4mn tona ulaştığı ve yıl sonunda yaklaşık 2,8mn tona ulaşması beklendiği belirtildi. 2031'de ise 5mn tona çıkabilecek ihracatta sevkiyatların büyük ölçüde karayoluyla kuzey Suriye'ye yapılması, sınır kapılarına yakın Güneydoğu Anadolu fabrikalarına belirgin lojistik avantaj sağlıyor.

Suriye projeksiyonları Şirket beklentisi değil, pazarın potansiyel büyüklüğünü gösteren uzun vadeli senaryolardır. Talebin zamanlaması, siyasi istikrar, yeniden inşa finansmanı, sınır ve ödeme altyapısı ile yerel kapasite yatırımlarına bağlı olacaktır.

Soru-Cevap Bölümünden İlave Mesajlar

Suriye satışlarında marj yapısı yurt içine yakın. Yönetim, mevcut Suriye satış fiyatı ve marjlarının yurt içi satışlardan önemli ölçüde farklılaşmadığını belirtti. Denizyoluyla gelen üreticilerin liman ve iç nakliye nedeniyle yaklaşık 12-20 USD/ton ek maliyete katlanması, Şirket'in karayoluyla sevkiyat avantajını güçlendiriyor. Talep arttıkça fiyatlama koşullarının güçlenmesi beklenirken, Suriye etkisinin 2027'den itibaren hızlanması ve 2027 sonu finansallarında daha görünür hale gelmesi öngörülüyor.

Sınır kapıları ilave yukarı yönlü potansiyel taşıyor. Türkiye-Suriye sınırındaki tüm kapıların ticari sevkiyata açık olmadığı, özellikle Akçakale'nin doğusundaki kapıların açılmasının Şirket'in erişebildiği pazar alanını genişletebileceği belirtildi. Söz konusu olası katkı şirketin mevcut beklentilerine dahil değil.

Bölgesel daralmaya göre daha dirençli hacim performansı. Yönetim resmi pazar payı verisi paylaşmazken, Doğu ve Güneydoğu Anadolu satışları yaklaşık %32-%33 gerilediği halde Şirket hacmindeki düşüşün yaklaşık %25 düzeyinde kaldığına dikkat çekti. Bu fark, kesin bir pazar payı hesabı oluşturmamakla birlikte Şirket'in bölgesel konumunu görece koruduğuna işaret ediyor.

2Y26'da serbest nakit akışında belirgin iyileşme bekleniyor. Hazır betonun 2025'te yarattığı işletme sermayesi ihtiyacının ardından 2026'da büyük ölçekli yeni bir artış öngörülüyor. Yıllık yatırım programının %80'inin tamamlanmış olmasıyla ikinci yarı serbest nakit akışının daha güçlü gerçekleşmesi ve net nakdin yükselmesi bekleniyor. Yönetim, yeni bir finansal borçlanma ihtiyacı öngörmediğini ve finansal borçsuz yapıyı korumayı hedeflediğini belirtti.

Coğrafi genişleme seçeneği açık, grup içi fabrika devri yakın vadede zor. Limak Grubu içinden bir fabrikanın halka açık şirkete devri, grup Eurobondunun sözleşme hükümleri nedeniyle bugün için kolay görünmüyor. Buna karşılık yönetim, yatırım harcamalarının azalmasıyla oluşabilecek nakit fazlasının farklı coğrafyalardaki büyüme fırsatlarında kullanılabileceğini belirtti.

Karbonsuzlaşma Yatırımları Operasyonel Karlılığı Destekliyor

Yenilenebilir enerji. Ergani'de 3,92 MW ve Şanlıurfa'da 7,72 MW olmak üzere toplam 11,64 MW kurulu güce sahip iki santral devrededir. İlk yarıda öz tüketimi karşılama oranları Ergani'de %7, Şanlıurfa'da %9 olarak gerçekleşti. Ergani için geliştirilen 45 MW'lık yeni GES projesinin, 34,35 MWe tahsis hakkı çerçevesinde izin süreçlerinin tamamlanmasının ardından 2028'de devreye alınması hedefleniyor. Projenin Ergani fabrikasının elektrik ihtiyacının %80'inden fazlasını karşılaması bekleniyor.

Ergani Fabrikası'nda devreye alınan ön ısıtıcı modernizasyonu ve yeni nesil klinker soğutucunun spesifik ısı tüketiminde yaklaşık 70 kcal/kg klinker, elektrik tüketiminde ise 6 kWh/ton iyileşme sağlaması bekleniyor. Yönetim, verimlilik ve karbonsuzlaşma yatırımlarının 2026 yılı FAVÖK marjına yaklaşık 4 puan katkı sağladığını belirtti.

Alternatif yakıt. Alternatif yakıtların termal enerji içindeki payı 2025 sonundaki %0,3'ten 6A26'da %8'e yükseldi. Şirket 2026 sonunda %10-%15, 2030'da %50'nin üzerinde oran hedefliyor.

Düşük karbonlu ürün karması. Geleneksel CEM I ürünü 2025'te portföyden çıkarıldı. Doğrudan emisyon yoğunluğu CEM I'e göre yaklaşık %29 daha düşük olan ECO CEM Plus+ ürününün satış karmasındaki payı 2Ç26'da %32 seviyesini korudu. Ürün dönüşümü, klinker kullanımını ve karbon yoğunluğunu azaltırken gelecekteki karbon maliyetlerine karşı rekabet avantajı yaratıyor.

Değerlendirme

2Ç26 sonuçları, ilk çeyrekte hava koşulları ve bölgesel talep normalleşmesiyle oluşan baskının ardından operasyonel toparlanmanın başladığına işaret ediyor. Şirketin yıllık hacim beklentisi 2025'in altında olmakla birlikte, güçlü fiyatlama disiplini ve verimlilik yatırımları sayesinde %30-%33 FAVÖK marjı hedefleniyor.

İkinci yarıda yatırım harcamalarının yavaşlaması ve ek işletme sermayesi ihtiyacının sınırlı kalması, serbest nakit akışındaki toparlanmayı destekleyebilir. Orta vadede Suriye kaynaklı talebin zamanlaması, hazır beton faaliyetlerinin marj üzerindeki etkisi ve enerji yatırımlarının sağlayacağı maliyet avantajı şirket performansının temel belirleyicileri olacaktır.

Hisse Performansı ve Çarpanlar

LMKDC hisseleri, 19 Ağustos 2026 kapanışı itibarıyla yılbaşından bu yana yaklaşık %5 gerilerken, BIST100'den yaklaşık %26 oranında negatif ayrılmıştır. Taş Toprak Endeksi'nin de altında performans gösteren Şirket, 7,0x F/K ve 3,5x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. Aynı tarihte çimento sektörünün F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 32,5x ve 9,0x seviyesindedir.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	1Ç25	2Ç25	1Ç26	2Ç26	2Ç26-2Ç25 %Değ.	6A25	6A26	%Değ.
Hasılat	1.802	2.616	1.486	2.318	-11,4%	4.418	3.804	-13,9%
Satışların maliyeti (-)	1.107	1.559	1.066	1.551	-0,5%	2.666	2.618	-1,8%
BRÜT KAR	695	1.057	419	766	-27,5%	1.752	1.186	-32,3%
Operasyonel Giderler	123	142	152	157	10,5%	266	310	16,5%
Genel yönetim giderleri (-)	101	118	128	132	11,3%	219	259	18,4%
Pazarlama giderleri (-)	23	24	24	26	6,9%	47	50	7,5%
Ar-Ge (-)	0	0	0	0	a.d.	0	0	a.d.
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	571	915	267	609	-33,4%	1.486	876	-41,0%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	10	0	15	5	a.d.	10	21	107,3%
Diğer kazançlar	0	0	0	0	a.d.	0	0	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	581	915	283	614	-32,9%	1.496	897	-40,1%
FAVÖK	669	1.016	389	739	-27,2%	1.685	1.128	-33,0%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	0	0	0	0	a.d.	0	0	a.d.
TFRS 9 Uyarınca Değer Düşük. Kar/Zar	0	0	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Özkaynak yönt. değerlendirilen yatırımlar	0	0	0	0	a.d.	0	0	a.d.
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	581	915	283	614	-32,9%	1.496	897	-40,1%
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	151	89	133	79	-11,0%	240	213	-11,5%
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-216	-123	-212	-182	a.d.	-339	-394	a.d.
Vergi Öncesi Kar	516	881	204	512	-41,9%	1.398	716	-48,8%
Vergi gideri/geliri (-)	199	157	194	-27	a.d.	356	167	-53,2%
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı	318	724	10	539	-25,6%	1.042	549	-47,3%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	318	724	10	539	-25,6%	1.042	549	-47,3%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	318	724	10	539	-25,6%	1.042	549	-47,3%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç25	2Ç25	1Ç26	2Ç26	Değ.	6A25	6A26	Değ.
Brüt Kar Marjı	38,6%	40,4%	28,2%	33,1%	-7,3%	39,7%	31,2%	-8,5%
Esas Faaliyet Kar Marjı	31,7%	35,0%	18,0%	26,3%	-8,7%	33,6%	23,0%	-10,6%
Faaliyet Kar Marjı	32,3%	35,0%	19,0%	26,5%	-8,5%	33,9%	23,6%	-10,3%
FAVÖK Marjı	37,1%	38,8%	26,2%	31,9%	-6,9%	38,1%	29,7%	-8,5%
Net Kar Marjı	17,6%	27,7%	0,7%	23,3%	-4,4%	23,6%	14,4%	-9,1%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri