

Çimsa

17/10/2025

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 57%

Çimsa: Pekişen Küresel Konum, Artan Potansiyel

Çimsa'yı (CIMS.A.IS) 57% yukarı yönlü potansiyelle işaret eden hisse başına 12 aylık TL 66.4 hedef fiyatımız ve AL tavsiyesiyle takip listemize ekliyoruz. Şirketin güçlü pazar konumu, çeşitlendirilmiş ürün portföyü ve geniş operasyonel ağı sayesinde yüksek FAVÖK ve nakit yaratma kabiliyeti, yeni portföy dönüşüm hikayesiyle birleşerek önümüzdeki dönemde önemli sinerji ve anlamlı bir ciro artışı potansiyeli sunmaktadır. Hisse, 2025T 6.2x FD/FAVÖK çarpanına göre yabancı benzerlerine kıyasla 21% iskonto ile işlem görmektedir.

Küresel Bir Çimento Gücüne Stratejik Dönüşüm: 2021'den bu yana yürütülen stratejik dönüşüm süreciyle Çimsa, bölgesel bir üreticiden Avrupa merkezli küresel bir oyuncuya evrilmiştir. Bu dönüşümün önemli adımları arasında uluslararası varlıkların Çimsa Building Solutions BV çatısı altında konsolide edilmesi ve 2024 yılında Mannok Holdings DAC'ın %94,7'sinin 253 milyon Euro bedelle satın alınması yer almaktadır. Bu hamleler, Çimsa'nın Avrupa'daki varlığını pekiştirerek küresel çimento endüstrisinde daha güçlü bir konuma gelmesini sağlamıştır.

Özel Çimento Ürünlerinde Liderlik: Mersin ve İspanya'daki dünya standartlarındaki tesisleriyle Çimsa, dünyanın ikinci büyük beyaz çimento üreticisidir. CAC (Calcium Aluminate Cement) üretiminde ilk üç arasında yer alan şirket, 2026 yılının ilk yarısında tamamlanması beklenen Mersin kapasite artışıyla bu alandaki liderliğini güçlendirmeyi hedeflemektedir. ABD'deki terminaller ve öğütme tesisleri küresel erişimi artırırken, alternatif yakıt ve hammadde kullanımı, yenilenebilir enerji yatırımları ve düşük karbon üretim stratejileriyle Çimsa, çevresel sürdürülebilirlik hedeflerine iddialı bir şekilde ilerlemektedir.

Sağlam Finansal Yapı ve Güçlü Operasyonel Performans: Güçlü marka algısı, döviz bazlı gelir yapısı ve verimli operasyonları, Çimsa'nın istikrarlı kârlılık ve operasyonel dayanıklılığını desteklemektedir. Yoğun yatırım dönemine rağmen şirket, Mannok satın alımından önce borçluluğunu kayda değer ölçüde azaltmış; satın alım sonrası dahi Net Borç/FAVÖK oranını yaklaşık 2,5x seviyesinde tutmayı başarmıştır. Bu tablo, güçlü nakit yaratma kapasitesiyle birleştiğinde, Çimsa'nın finansal disiplinini koruyarak büyümeyi sürdürebileceğini göstermektedir.

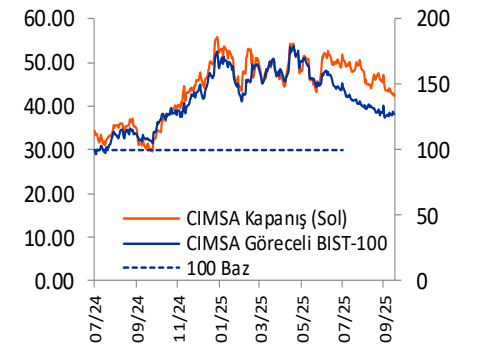
Riskler: i) Talebi baskılayabilecek olumsuz piyasa koşulları, ii) oynak ve öngörülemez girdi maliyetleri, iii) zayıf fiyatlandırma ortamı.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	42.3
12 Aylık Hedef Fiyat*	66.4
Piyasa Değeri (mn)	39,999
Halka Açık PD (mn)	18,007
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	946
Takas Saklama Oranı (%)	45
Yabancı Oranı (%)	8
*Güncelleme tarihi:	16/10/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-10.3	-8.1	35.5
ABD \$	-11.5	-22.4	10.8
BIST-100 Relatif	-3.3	-12.9	17.0

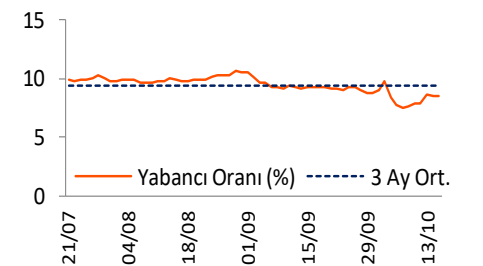
Çarpanlar	2024	2025	2026
F/K	10.3	7.4	7.6
PD/DD	1.1	1.3	1.4
FD/FAVÖK	8.9	6.8	6.2

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 0.00 0.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 8.44



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Çimsa

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Hacı Ömer Sabancı Hold	54.54
Diğer	36.48
Akçansa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	8.98

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	29,604	28,151	45,964	59,280	70,132	82,639	Dönen Varlıklar	17,450	19,282	27,284	35,511	40,584	47,087
Brüt Kar (Zarar)	5,818	6,044	11,577	14,862	17,661	21,720	Nakit ve Nakit Benzerleri	9,106	7,687	9,650	12,824	15,562	18,627
Operasyonel Giderler	2,177	2,917	4,327	5,672	6,820	8,014	Ticari Alacaklar	3,385	5,658	8,185	10,557	12,297	14,264
Esas Faaliyet Karı	3,640	3,127	7,250	9,190	10,841	13,706	Stoklar	4,131	5,168	7,537	9,614	11,213	12,852
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	600	187	305	393	465	548	Diğer Dönen Varlıklar	828	769	1,912	2,516	1,512	1,345
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,280	171	910	441	-335	796	Duran Varlıklar	37,972	48,322	54,617	69,252	76,579	89,265
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	4,241	3,905	6,772	8,019	8,776	12,040	Maddi Duran Varlıklar	22,421	28,109	34,484	44,828	53,571	64,040
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-204	850	-1,693	-2,005	-2,194	-3,010	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,745	13,790	11,743	14,386	16,975	19,861
Net Kar	4,445	3,055	5,079	6,014	6,582	9,030	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	7,806	6,423	8,389	10,038	6,033	5,364
Düzeltilmiş Net Kar	4,445	3,055	5,079	6,014	6,582	9,030	Toplam Varlıklar	55,421	67,604	81,900	104,763	117,163	136,352
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	5,274	4,521	10,098	13,249	15,971	20,464	Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,816	24,737	34,634	50,973	57,143	70,765
FAVÖK	5,070	5,371	8,405	11,244	13,777	17,454	Finansal Borçlar	5,129	13,774	21,586	33,896	33,473	39,035
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Ticari Borçlar	4,619	6,646	8,950	11,683	13,944	16,356
Büyümler	-	-4.9%	63.3%	29%	18%	18%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,069	4,317	4,098	5,394	9,725	15,374
Net Satışlar	-	-4.9%	63.3%	29%	18%	18%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,771	10,830	13,811	17,060	19,580	22,177
Faaliyet Karı	-	-14%	132%	27%	18%	26%	Finansal Borçlar	6,767	7,136	10,249	11,438	12,578	11,423
FAVÖK	-	6%	56%	34%	23%	27%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,004	3,694	3,562	5,621	7,002	10,754
Net Kar	-	-31%	66%	18%	9%	37%	Özkaynaklar	33,834	32,037	33,455	36,730	40,440	43,410
Operasyonel Performans							Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	33,834	32,037	33,455	36,730	40,440	43,410
Brüt Marj	19.7%	21.5%	25.2%	25.1%	25.2%	26.3%	Rezerv ve Diğer Kalemler	22,262	21,112	27,431	29,770	32,912	33,435
Faaliyet Kar Marjı	12.3%	11.1%	15.8%	15.5%	15.5%	16.6%	Dönem Net Karı (Zararı)	3,596	2,688	5,079	6,014	6,582	9,030
FAVÖK Marjı	17.1%	19.1%	18.3%	19.0%	19.6%	21.1%	Azınlık Payları	7,031	7,292	10,971	14,860	18,346	22,085
Efektif Vergi Oranı	-5.6%	27.2%	-23.4%	-21.8%	-20.2%	-22.0%	Toplam Kaynaklar	55,421	67,604	81,900	104,763	117,163	136,352
Net Kar Marjı	15.0%	10.9%	11.0%	10.1%	9.4%	10.9%							
Özkaynak Karlılığı	-	9.3%	15.5%	17.1%	17.1%	21.5%	Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Aktif Karlılığı	-	5.0%	6.8%	6.4%	5.9%	7.1%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	5,285	3,488	3,878	10,501	12,420	16,105
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	11.4%	20.4%	22.0%	21.6%	23.4%	Düzeltilme Öncesi Kar	3,955	3,162	5,953	6,475	7,024	9,595
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	17.9%	12.4%	8.4%	17.7%	17.7%	19.5%	Amortisman & İtfa Payları	264	582	1,354	2,212	3,133	3,983
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	16.0%	-36.4%	-9.8%	1.0%	3.3%	5.9%	İşletme Sermayesindeki Değ.	0	-1,282	-5,394	-514	-466	-677
							Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,066	1,027	1,965	2,328	2,729	3,203
							Yatırım Faal. Kay. Nakit	-540	-13,726	-8,370	-9,916	-10,130	-11,229
							Sabit Sermaye Yatırımları	-2,639	-2,852	-5,387	-6,382	-5,987	-6,367
							Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	2,099	-10,874	-2,983	-3,534	-4,144	-4,862
							Serbest Nakit Akım	4,745	-10,238	-4,492	585	2,289	4,876
							Finansman Faal. Kay.Nakit	-1,933	7,801	12,966	-576	-2,488	-3,051
							Finansal Borçlardaki Değişim	0	9,006	14,250	1,125	-313	455
							Temettü Ödemeleri	-807	-1,311	-1,488	-1,942	-2,458	-3,838
							Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1127	107	204	242	283	333
							Net Nakit Değişimi	-861	-1,418	1,962	3,174	2,738	3,065

Kaynak: İş Yatırım

Not: Tutarlar, her yılın yılsonu satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

YATIRIM ÖZETİ

Marj Gücünü Destekleyen Katma Değerli Ürün Portföyü

Çimsa, beyaz çimento, gri çimento, kalsiyum alüminat çimento (CAC), hazır beton ve yapı malzemelerini içeren geniş ve yüksek katma değerli ürün portföyüyle yerel rakiplerinden ayrışmaktadır. Gri çimento gelirlerin temelini oluşturmaya devam etse de, beyaz çimento, CAC ve yapı malzemelerinin payının zaman içinde artması beklenmektedir. İspanya'daki Buñol tesisinin satın alınmasıyla — günümüzde Çimsa Building Solutions BV (CBS) çatısı altında faaliyet gösteren bu tesis sayesinde — Çimsa, dünyanın ikinci en büyük beyaz çimento üreticisi konumuna gelmiştir. Dayanıklılığı, daha düşük CO₂ yoğunluğu ve endüstriyel verimliliğiyle öne çıkan CAC, Şirket'in bir diğer stratejik odağını oluşturmaktadır. Mersin tesisinde, Şubat 2024'te tamamlanan yatırım sonrası CAC kapasitesi 65 bin tondan 131 bin tona çıkarılmıştır. Devam eden 31,75 milyon ABD doları tutarındaki ikinci faz yatırımın ise kapasiteyi 2026 yılının ilk yarısında 197 bin tona yükseltmesi öngörülmektedir. İleriye dönük olarak Çimsa, kârlılığı sürdürmek amacıyla satış karmasında beyaz çimento ve CAC'in payını artırmayı hedeflemektedir. Bu hedef, Münih Teknik Üniversitesi yerleşkesinde bulunan Sabancı Global Technology Center GmbH bünyesindeki Ar-Ge çalışmalarıyla da desteklenmektedir.

Verimli ve Stratejik Konumlanmış Üretim Altyapısı

Kayseri ve Niğde'deki eski ve iç bölgeye sıkışmış tesislerin elden çıkarılmasının ardından Çimsa, Eskişehir, Mersin ve Afyon'daki üç entegre tesisinden oluşan modern ve verimli bir üretim ağıyla faaliyet göstermektedir.

- **Afyon:** Türkiye'nin en yeni ve en gelişmiş tesislerinden biri olup, enerji verimliliği, atık yönetimi ve karbon performansında öncü bir fabrika olarak öne çıkmaktadır. Yakındaki güneş enerjisi santrali, temiz elektrik sağlayarak şirketin karbon azaltım hedeflerine katkı sunmaktadır.
- **Mersin:** Limana yakın konumu sayesinde navlun maliyetlerini düşürmekte ve ihracatı kolaylaştırmaktadır.
- **Eskişehir:** Orta Anadolu'ya yakınlığı sayesinde yoğun ve ekonomik olarak canlı pazarlara erişim sağlamaktadır.

Bu tesisler, operasyonel verimlilik ve coğrafi avantajları birleştirerek Çimsa'nın hem yurt içi hakimiyetini hem de küresel rekabet gücünü güçlendirmektedir.

Çimsa'nın Küresel Yükselişi: Gerçeğe Dönüşen Küresel Vizyon

Çimsa, Cimsa Building Solutions (CBS) ve genişleyen uluslararası terminal ağı aracılığıyla küresel bir oyuncuya dönüşmüştür. 2021'de Avrupa'nın önde gelen beyaz çimento tesislerinden Buñol'un satın alınması, küreselleşme stratejisinde bir dönüm noktası olmuştur. Bugün 70 ülkede faaliyet gösteren Çimsa, son on yılda küresel beyaz çimento pazar payını %5,3'ten %7,2'ye çıkararak dünyanın ilk üç üreticisi arasına girmiştir.

Sürdürülebilirliğin Merkezinde: Karbon Azaltımı ve Döngüsel Ekonomi Liderliği

Çimento üretimi yüksek karbon yoğunluklu bir sektör olmasına rağmen, Çimsa sürdürülebilirlik alanında öncü bir konuma gelmiştir. 2024 yılı sonunda şirket; 450 bin ton alternatif hammadde kullanımı, %63 yenilenebilir enerji oranı, Buñol tesisinde %28 alternatif yakıt kullanımı ve gri çimento tesislerinde ortalama %20 seviyelerinde alternatif yakıt kullanımı elde etmiştir. Çimsa, stratejik esnekliğinden faydalanan sürdürülebilirlik taahhütlerini korurken kârlılığını sürdürmeyi hedeflemektedir. Bu önlemler hem emisyonları hem de üretim maliyetlerini düşürmektedir. Yenilenebilir enerjiye — ağırlıklı olarak güneş enerjisine — yapılan yatırımlar, enerji fiyatlarındaki oynaklığa karşı koruma sağlamaktadır. Ayrıca şirketin sürdürülebilirlik yaklaşımı yalnızca çevreyle sınırlı kalmayıp, sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim alanlarında da mükemmellik hedeflemektedir.

Yatırımın Olumsuz Tarafları

Zayıf Küresel Sektörel Görünüm

Yüksek enflasyonla mücadele kapsamında, birçok ülkenin merkez bankası sıkılaştırma döngüsüne girmiş, faiz oranlarını artırmış ve toplam talebi baskılayarak enflasyonu kontrol altına almak amacıyla parasal sıkılaştırma politikalarını devreye almıştı. Bu gelişmeler, konut talebindeki daralma ve finansman koşullarındaki sıkılaşma nedeniyle inşaat faaliyetlerini sınırlamış; dolayısıyla çimento sektörü de bu süreçten olumsuz etkilenmiştir. Bu koşullar altında, sektörün yeni bir genişleme döngüsü olmadan tam anlamıyla toparlanması güç görünmektedir.

Bunun yanında, inşaat sektöründeki yapısal sorunlar ve Çin ekonomisindeki yavaşlama, küresel çimento görünümünü zayıflatmaktadır. Son yıllarda dünyanın en büyük çimento ithalatçısı konumundaki Çin'in ithalat hacmini azaltması, ihracatçıların yeni pazar arayışına yönelmesine neden olmuş; bu durum küresel ölçekte arz fazlası ve fiyat baskısı yaratmıştır. Yoğun rekabet ortamında kâr marjları daralırken, birçok üretici ihracat ağırlığını azaltmasına sebep olmuştur. Çimsa da marjlarını korumak amacıyla ihracatının bir kısmını iç pazara yönlendirmiştir.

Ayrıca, Türk lirasındaki değer kaybının enflasyonun altında kalması sebebiyle, döviz bazlı gelirlerin TL bazında gösteriminden gelen etkiyi kısıtlamış nominal bazda gelir tablosuna katkısını azaltmıştır. Bu nedenle, şirketin ihracat kaynaklı ciro performansı reel anlamda zayıflamış olup, bu eğilimin 2025 yılı boyunca sürmesi ve ihracat payının yatay seyretmesi beklenmektedir.

Son olarak, küresel CO₂ emisyonlarının yaklaşık %8'inden sorumlu olan çimento sektörü, iklim değişikliğiyle mücadeleye yönelik artan düzenlemeler ve sürdürülebilirlik yükümlülükleri nedeniyle önümüzdeki dönemde daha güçlü regülasyon baskılarıyla karşı karşıya kalması öngörülmektedir.

Oynak ve Belirsizliği Yüksek Girdi Maliyetleri

Çimento üretimi, yüksek enerji yoğunluğu nedeniyle maliyet yapısı açısından oldukça hassas bir sektördür. Enerji ve elektrik giderleri toplam üretim maliyetlerinin yaklaşık %65'ini oluşturmakta olup, düzenleyici değişiklikler, tedarik zinciri sorunları ve jeopolitik gelişmeler bu kalemlerde önemli dalgalanmalara neden olabilmektedir. Üretimde ana enerji kaynağı olan petrokok kömürünün büyük ölçüde ithal edilmesi, şirketleri döviz kuru riskine maruz bırakmaktadır. Elektrik tarafında ise regülatif belirsizlikler geleceğe yönelik öngörü yapmayı zorlaştırmaktadır.

Çimsa, alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji yatırımlarında önemli ilerleme kaydetmiş olsa da, enerji ve elektrik maliyetlerindeki olası dalgalanmalar kısa vadede aşağı yönlü risk unsuru olmaya devam etmektedir. Hammadde maliyetleri ise üretim giderlerinin yaklaşık %20'sini oluşturmakta ve emtia fiyatlarındaki değişimlere duyarlılık yaratmaktadır. Şirketler bu oynaklığın etkilerini aktif stok yönetimiyle sınırlamaya çalışsalar da, volatil piyasa koşulları bunu güçleştirmektedir.

Son olarak, yüksek enflasyon da önemli bir maliyet riski oluşturmaktadır. İş gücü, nakliye ve lojistik maliyetlerindeki artışlar kârlılık üzerinde baskı yaratmakta; Türkiye'deki kur oynaklığı ve enflasyonist ortam, maliyet yönetimi açısından ek zorluklar doğurmaktadır.

Çimsa Temel Strateji



1) Griden Yeşile: Karbon Dönüşümü ve Enerji Verimliliğine Odaklı Yeşil Dönüşüm

Son yıllarda Çimsa, gri çimento üretiminin yüksek karbon ayak izini azaltmak amacıyla yenilenebilir enerji, atık ısı geri kazanımı ve düşük karbonlu ürünlere odaklanan kapsamlı bir enerji dönüşümü süreci yürütmektedir. Bu çalışmalar, enerji verimliliğini artırırken maliyetleri düşürmekte, kârlılığı desteklemekte ve şirketi AB Sınırda Karbon Düzenlemesi (CBAM) gibi karbon düzenlemelerine hazırlamaktadır.

Temel Yatırımlar:

- *Afyon Güneş Enerjisi Santrali*: 3,3 MW kapasiteyle enerji ihtiyacının %3'ünü karşılamakta, yılda yaklaşık 800 ton CO₂ emisyonunu azaltmaktadır.
- *Buñol Güneş Enerjisi Santrali*: Mayıs 2024'te devreye alınmış olup 7,2 MW kapasitesiyle enerji tüketiminin %18'ini karşılamakta ve yılda 3.000 tondan fazla CO₂ azaltımı sağlamaktadır.
- *Eskişehir Atık Isı Geri Kazanım Tesisi (WHR)*: 5,5 MW kapasiteye sahip tesisin 2025 yılı ikinci çeyreğinde devreye alınması planlanmakta olup, enerji ihtiyacının %25'ini karşılayarak yıllık yaklaşık 19.000 ton CO₂ azaltımı hedeflenmektedir.
- *Eskişehir Güneş Enerjisi Santrali*: 14,2 MW kapasiteyle enerji ihtiyacının %14'ünü karşılamakta, yılda yaklaşık 8.400 ton CO₂ emisyonunu azaltmaktadır.

2) Lokalden Globale: Coğrafi ve Operasyonel Büyüme Stratejisi

Çimsa, Türkiye merkezli bir üreticiden Avrupa ve Amerika kıtalarında aktif faaliyet gösteren önemli bir oyuncuya dönüşmek için stratejik adımlar atmaktadır. Bu kapsamda, doğrudan satın almalar ve yurt dışı öğütme yatırımları öne çıkmaktadır. Bu adımlar, şirketin döviz bazlı gelir yaratma kapasitesini artırırken, iç pazar döngüselliğine olan bağımlılığını azaltmakta ve daha dengeli bir gelir yapısı oluşturmaktadır.

Temel Adımlar:

- *Buñol Satın Alımı (2021)*: İspanya merkezli Buñol tesisi, yıllık 600 bin ton beyaz klinker kapasitesiyle Avrupa'nın önde gelen beyaz çimento tesislerinden biridir. 2021 yılında 155 milyon ABD doları bedelle satın alınan tesis, Çimsa'yı dünyanın ikinci büyük beyaz çimento üreticisi konumuna taşımış ve küresel pazar konumunu güçlendirmiştir.
- *ABD Beyaz Çimento Öğütme Tesisi (2018)*: Çimsa, 2018 yılında ABD'de Çimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corp. şirketini kurmuştur. Yıllık 300 bin ton beyaz çimento öğütme kapasitesine sahip Houston Limanı'ndaki tesis, 2019 yılında faaliyete geçerek, şirketin katma değeri yüksek beyaz çimento ürünlerini nihai pazarlara daha yakın bölgelerde sunabilmesine olanak sağlamıştır.

Çimsa

- *Mannok Satın Alımı (2024)*: İrlanda merkezli Mannok, çimento, yapı malzemeleri, yalıtım ve ambalaj alanlarında faaliyet göstermekte olup Birleşik Krallık bölgesinde güçlü bir pazar konumuna sahiptir. Bu satın alım sayesinde Çimsa, yalnızca ürün portföyünü genişletmekle kalmamış, aynı zamanda İngiltere ve İrlanda pazarlarında operasyonel etkinliğini de artırmıştır.
- *ABD Gri Çimento Öğütme Tesisi (2025)*: Tesis, Ekim 2025'te faaliyete geçerek, Çimsa'nın katma değeri yüksek ürünlerini ABD pazarındaki varlığını güçlendirmesine olanak sağlamaya başlamıştır.

3) Çimentodan Malzeme Teknolojilerine: Yüksek Katma Değerli Ürünlere Geçiş

Çimsa'nın stratejisinin üçüncü ayağı, düşük marjlı gri çimento üretiminden daha niş ve yüksek marjlı ürünlere geçiştir. Bu dönüşüm, hem ürün farklılaşması hem de sektörde dikey entegrasyon açısından kritik öneme sahiptir.

Ürün ve Segment Dönüşümü:

- *Beyaz Çimento*: Çimsa, dünyanın ikinci büyük beyaz çimento üreticisidir.
- *Kalsiyum Alüminat Çimento (CAC)*: Dünyanın üçüncü büyük CAC üreticisi olan Çimsa, ısıya dayanıklı beton ve agresif kimyasal ortamlara maruz kalan beton gibi özel uygulamalarda kullanılan yüksek katma değerli ürünler üretmektedir.
- *Mersin CAC Tesisi Yeni Yatırım Planı*: Kapasitenin 131 bin tondan 197 bin tona çıkarılması hedeflenmekte olup yatırımın 2026 yılının ilk yarısında tamamlanması planlanmaktadır. Toplam yatırım tutarı 31,8 milyon ABD dolarıdır.
- *Yapı Malzemeleri ve Ambalaj*: Mannok'un uzmanlığı sayesinde Çimsa, yalıtım, sürdürülebilir ambalaj ve yapı malzemeleri gibi talep esnekliği yüksek alanlara giriş yapmıştır.

Şirkete Genel Bakış

Çimsa, 1972 yılında Mersin'de kurulmuş olup, Türkiye'nin önde gelen çimento ve yapı malzemeleri üreticilerinden biridir. 2022 yılının ortalarına kadar şirket; Mersin, Eskişehir, Kayseri, Niğde, Afyonkarahisar ve Ankara'da beş entegre çimento fabrikası, bir öğütme tesisi ve çeşitli hazır beton tesisleri işletmekteydi.

Temmuz 2022'de Kayseri ve Niğde entegre fabrikalarının, Ankara öğütme tesisinin ve yedi hazır beton tesisinin elden çıkarılmasının ardından, Çimsa yurtiçi operasyonlarını sadeleştirmiştir. Günümüzde şirket, Türkiye'de üç entegre çimento fabrikası (Mersin, Eskişehir, Afyonkarahisar) ve 30'un üzerinde hazır beton tesisi işletmektedir. Geniş dağıtım ağı sayesinde, şirket çeşitli bölgesel ve uluslararası pazarlara hizmet vermeye devam etmektedir.

Uluslararası Genişleme ve Kurumsal Yapı

Çimsa, küreselleşme yolunda önemli adımlar atmıştır:

Sabancı Building Solutions (SBS → CBS):

- 2022 yılında Çimsa ve Sabancı Holding, başlangıç sermayesi 87 milyon avro olan Çimsa Sabancı Cement BV'yi (CSC BV) kurmuştur (Çimsa %40, Sabancı Holding %60).
- 2022'nin ilerleyen döneminde sermaye 187 milyon avroya yükseltilmiş ve şirketin adı Sabancı Building Solutions BV (SBS BV) olarak değiştirilmiştir.
- Kasım 2023'te Çimsa, Sabancı Holding'den ek %10 hisse alarak payını %50'ye çıkarmış, Eylül 2024'te ise payını %68,3'e yükseltmiş ve şirketin adı Çimsa Building Solutions (CBS) olmuştur.

Çimsa

Afyon Çimento: 2012 yılında %51 oranında hisse satın alınmış ve sonrasında tam konsolidasyona dahil edilmiştir; bağlı ortaklık olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

Mannok Holdings DAC: 2024 yılında Çimsa, merkezi İrlanda'da bulunan Mannok şirketinin satın alımını tamamlayarak, İngiltere ve İrlanda pazarlarındaki faaliyetlerini genişletmiştir.

Ürün Portföyü ve Küresel Erişim

Gri çimentonun yanı sıra Çimsa; beyaz çimento, kalsiyum alüminat çimentosu (CAC) ve hazır beton gibi özel ürünler de üretmektedir. Bu ürünler, Orta Doğu, Avrupa, Kuzey Afrika ve Amerika kıtası dahil olmak üzere 70'ten fazla ülkeye ihraç edilmekte olup, şirketin uluslararası marka bilinirliğini güçlendirmektedir.

Yoğun rekabetin ve hızlı dönüşümün yaşandığı sektörde Çimsa, yeni iş fırsatlarını yakalamayı ve küresel yapı malzemeleri alanındaki liderlik pozisyonunu pekiştirmeyi amaçlayan sürdürülebilirlik odaklı bir strateji izlemektedir.

Ürünler**Beyaz Çimento**

Yüksek beyazlık, dayanıklılık ve stabilite özellikleriyle öne çıkan Çimsa Beyaz Çimento, 70'ten fazla ülkeye ihraç edilmektedir. Yapı kimyasalları, prefabrik elemanlar, GRC, hafif betonlar, terrazzo ve dekoratif yüzeylerde kullanılmaktadır. Nona varyantı, NOx ve SOx gibi kirleticileri zararsız tuzlara dönüştüren kendi kendini temizleyen nano elementler içerir; bu özelliğiyle cephe ve dış yüzeyler için ideal bir çözümdür.

Gri Çimento

Çimsa'nın gri çimento ürün gamı; yüksek dayanıklılık, hızlı priz, düşük ısıli hidrasyon, sülfat direnci ve sürdürülebilirlik gibi farklı ihtiyaçlara çözüm sunmaktadır. Portland, Portland Cürufu ve Portland-Kireçtaşlı çimento gibi ürünler, hazır beton ve seramik yapıstırıcıları ile derz dolguları gibi yapı kimyasalları için uygundur. Bazı varyantlar ise daha iyi işlenebilirlik ve yalıtım özellikleri sunmaktadır.

Özel Ürünler

ISIDAÇ 40 kalsiyum alüminat çimentosu (CAC), yüksek sıcaklık dayanımı, eşsiz mukavemet özellikleri ile üstün aşınma ve sülfat direnci sunarak kârlı bir niş ürün niteliği taşımaktadır. Çimsa, Türkiye'nin tek CAC üreticisi olup, CO₂-mukavemet oranında avantajlı bir konuma sahiptir. Bunun yanı sıra Refro, Recipro, Rego ve Duro gibi diğer özel ürünler çeşitli endüstriyel uygulamalara hizmet etmektedir.

Hazır Beton

Çimsa, yol, tünel ve kentsel peyzaj gibi altyapı projelerine yönelik, çok yönlü ve yüksek kaliteli hazır betonlar üretmektedir. Bu ürünler, kamusal alanlarda estetik katkı sağlarken iklim dostu özellikleriyle öne çıkar; düşük hidrasyon ısı ve azaltılmış rötre-çatlak riski sunar.



Tesisler

1. Entegre Çimento Fabrikaları

Çimsa, Eskişehir, Mersin ve Afyon'daki üç entegre çimento fabrikasıyla toplamda 3,6 milyon ton gri klinker, 1,7 milyon ton beyaz klinker ve 131 bin ton CAC (kalsiyum alüminat çimentosu) kapasitesine ulaşmaktadır.

Eskişehir Fabrikası

1957 yılında kurulmuş olup, 27 Aralık 2005'te TMSF'den satın alınmıştır. Yapılan yatırımlar sonucunda yaklaşık 600 bin ton/yıl beyaz klinker ve yaklaşık 800 bin ton/yıl gri klinker kapasitesine ulaşılmıştır.

Afyon Fabrikası

1957 yılında kurulmuş, hisselerinin %51'i 31 Mayıs 2012 tarihinde Çimsa tarafından satın alınmıştır. Bu tarihten sonra Afyon Çimento Sanayi Türk Anonim Şirketi, Çimsa'nın bağlı ortaklığı olarak faaliyetlerini sürdürmüştür. Afyon Çimento Fabrikası için şehir dışında yeni bir üretim tesisi inşa edilmiş, yaklaşık 1,6 milyon ton/yıl klinker üretim kapasitesine sahip olan bu tesis Nisan 2017'de üretim ve satış faaliyetlerine başlamıştır. Yeni fabrikanın faaliyete geçmesiyle eski tesis kapatılmış ve arazi elden çıkarılmıştır.

Mersin Fabrikası

1975 yılında üretime başlamış olup, yedi üretim hattı ile gri klinker/çimento, beyaz klinker/çimento ve kalsiyum alüminat klinker/çimento üretmektedir. Yıllık üretim kapasiteleri; gri klinker 1,3 milyon ton, beyaz klinker yaklaşık 1,2 milyon ton ve kalsiyum alüminat klinker 131 bin ton olarak gerçekleşmektedir.



2. Hazır Beton Tesisleri

Çimsa Hazır Beton, 1988 yılında Adana'daki Zeytinli Hazır Beton Tesisi ile üretime başlamıştır. Hazır betonda Çimsa, Türkiye'nin farklı bölgelerine yayılmış 30'un üzerinde faaliyette olan hazır beton tesisiyle geniş bir dağıtım ağına sahiptir. Şirket, teknolojik ve bilimsel gelişmeleri takip ederek bunları yeni ürünler, makineler ve hizmetler aracılığıyla müşterilerine sunmaktadır. Deneyimli personelin görev aldığı bu tesislerde 148 transmikser, 50 mobil pompa ve 2 sabit pompa ile operasyonlar yürütülmektedir.

3. Yurtdışı Bağlantılar

Çimsa Building Solutions, Sabancı Holding'in küresel beyaz çimento pazarında lider oyuncularından biri olma hedefini desteklemek amacıyla Hollanda'da kurulmuştur. Bu yapı, Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.'nin finansal gücü ile Çimsa'nın operasyonel yetkinliklerini bir araya getirerek daha etkin ve güçlü bir platform oluşturmayı amaçlamaktadır. Çimsa Building Solutions; daha önce Çimsa'ya bağlı olan Çimsa Cementos Espana S.A.U, Çimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corporation, Çimsa Cement Sales North GmbH şirketlerinin %100'ünü ve Çimsa Adriatico S.R.L.'nin %70'ini satın almıştır. Sonuç olarak, Sabancı Grubu'nun yurtdışındaki beyaz çimento yatırımları Çimsa Building Solutions çatısı altında toplanmıştır. Ayrıca, Çimsa'nın altı ülkede, CBS bünyesinde konsolide edilen iştiraklerine ait altı terminali bulunmaktadır.

Çimsa Cement Sales North GmbH (Almanya) 2000 yılında German Cement Terminals North GmbH ortaklığıyla kurulmuş, 2014'te hisseleri tamamen Çimsa'ya devredilmiştir. 9.000 ton kapasiteli dökme çimento silosu ile Kuzey ve Batı Avrupa'da beyaz çimento ve kalsiyum alüminat çimentosu pazarlamaya devam etmektedir. Daha sonra Sabancı Building Solutions B.V., Çimsa'nın eski iştiraki olan Çimsa Cement Sales North GmbH'nin %100 hissesini devralmıştır.

Çimsa Adriatico S.R.L. (İtalya) 2010 yılında Çimsa, Medcon şirketinin çoğunluk hissesini alarak Trieste Limanı'nda dört adet 5.000 tonluk siloya sahip terminalin %70'lik çoğunluk hissedarı olmuştur. Bu terminal sayesinde Çimsa, İspanya ve Almanya'nın ardından Avrupa'da üçüncü büyük pazar olan İtalya'ya kendi markasıyla giriş yapmıştır. Sabancı Building Solutions B.V., Çimsa'nın eski iştiraki olan Çimsa Adriatico S.R.L.'nin %70 hissesini devralmıştır.

Çimsa Cementos Espana S.A.U. (İspanya) 1996'dan bu yana Çimsa, Sevilla'daki 5.000 tonluk terminaliyle İspanyol beyaz çimento tüketicilerine doğrudan hizmet vermektedir. Çimsa'nın Mersin fabrikasından dökme olarak Sevilla Limanı'na gelen beyaz çimento, Cementos'a ait silolara aktarılmaktadır. Temmuz 2021'de satın alınan Buñol fabrikası, hem terminal birimi hem de fabrika birimiyle faaliyet göstermektedir. Sevilla terminali, beyaz çimento katkı üretim tesisi ve modern paketleme hatlarıyla İspanya pazarında güçlü bir altyapı ve lojistik imkânları sunmaktadır. Buñol fabrikası, Avrupa'nın önde gelen beyaz çimento üretim tesislerinden biri olup, İspanya pazarında hem Türkiye'den ithal edilen ürünlerin satışında hem de üretimde aktiftir. Ayrıca Avrupa, Afrika ve Amerika pazarları başta olmak üzere 65 ülkeye ihracat yapmaktadır. Sabancı Building Solutions B.V., Çimsa'nın eski iştiraki olan Çimsa Cementos Espana S.A.U.'nun %100 hissesini devralmıştır.

Çimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corp. (ABD) Yatırım sürecinin tamamlanmasının ardından, 2019 yılında Çimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corp. unvanıyla ABD'de çimento üretim, satış ve pazarlama faaliyetlerine başlamıştır. Houston Limanı'nda kurulan tesiste, Çimsa Türkiye'den temin edilen beyaz klinker öğütülerek müşterilerin talebine göre dökme ve torbalı olarak pazara sunulmaktadır. Sabancı Building Solutions B.V., Çimsa'nın eski iştiraki olan Çimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corporation'ın %100 hissesini devralmıştır.

Çimsa Cement Free Zone Ltd. (KKTC) Çimsa, 2005 yılından bu yana Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti (KKTC) Mağusa Serbest Liman ve Bölgesi'nde 5.000 ton kapasiteli gri çimento terminaliyle hizmet vermektedir. Mersin Çimento Fabrikası'nda üretilen gri çimento, Mersin Limanı'ndan KKTC Mağusa Limanı'na taşınmakta ve terminalin silosunda depolanmaktadır.

Sabancı Global Technology Center (SGTC) GmbH Ar-Ge faaliyetlerini hızlandırmak, müşteri memnuniyetini artırmak ve Türkiye'deki Ar-Ge merkeziyle sinerjiyi güçlendirmek amacıyla Münih Teknik Üniversitesi kampüsünde kurulmuştur. SGTC, Çimsa'nın stratejik vizyonu doğrultusunda yenilikçi bir yapı malzemeleri şirketine dönüşümünde kilit bir rol üstlenecektir.

Sürdürülebilirlik ve ESG Kapsamı

Çimento, doğal kireçtaşı ve kil karışımının yüksek sıcaklıkta kalsinasyon ve pişirme işlemlerine tabi tutulmasıyla elde edilen hidrolik bir bağlayıcı malzemedir. Çimento üretiminin ilk aşamasında, bu hammadde öğütme ve ezme işlemlerinden sonra yüksek sıcaklıkta pişirilir. Bu süreç sonucunda oluşan yarı mamul ürüne “klinker” denir ve bu aşamada yüksek miktarda karbondioksit salımı gerçekleşir. Çimento üretiminde ortaya çıkan toplam CO₂ emisyonlarının yaklaşık %90’ı klinker üretiminden kaynaklanmaktadır.

Beton, kelimenin tam anlamıyla modern dünyayı bir arada tutan bir malzemedir. Çimento ile birleştiğinde, yapıların, yolların ve sürdürülebilir büyüme için kritik öneme sahip altyapıların temel bileşenini oluşturur. Ancak çimento sektörü, küresel sera gazı emisyonlarının yaklaşık %8’inden de sorumludur. Üreticiler son yıllarda emisyonlarını azaltma yönünde önemli ilerlemeler kaydetmiş olsa da, 2050 yılına kadar karbon nötr beton hedefini yakalayabilmek için bu çabaların daha da hızlandırılması gerekmektedir.

Çimento üreticileri, karbon ayak izini azaltmaya yönelik çeşitli yenilikçi teknolojiler üzerinde çalışmaktadır. Karbon yakalama, kullanma ve depolama (CCUS) teknolojileriyle CO₂’nin atmosfere salınmadan yakalanması, depolanması veya kimyasallar, beton ya da plastik üretiminde değerlendirilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca üreticiler, klinker oranını azaltmak için daha düşük emisyonlu alternatif bağlayıcı malzemeler veya katkıları kullanarak çimentonun karbon yoğunluğunu düşürmeye çalışmaktadır.

Yapılan çalışmalar, çimento üretiminde karbon ayak izini düşürmenin en verimli yolunun, beton ve harçlarda kullanılan Portland çimentosunda klinker payını azaltmak (yani klinker ikamelerini artırmak) olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda LC3 (Limestone Calcined Clay Cement), klinkerin %50’sine kadarını ikame edebilmekte ve geleneksel Portland çimentosuna (OPC) benzer veya daha iyi performans sergilemektedir. Kireçtaşı, klinker ve kalsine kil karışımından oluşan LC3, üretim sürecindeki karbon emisyonlarını %40’a kadar azaltma potansiyeline sahiptir.

Çimsa’nın Sürdürülebilirlik Çalışmaları

Çimsa, sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda Kapsam 1 ve Kapsam 2 kapsamındaki sera gazı emisyon yoğunluğunu azaltmak için önemli adımlar atmıştır. Şirket, ton başına 2021’de 884 kg CO₂ olan emisyon yoğunluğunu 2024 itibarıyla 756 kg CO₂ seviyesine düşürmüştür. Bu değer 2025’te 740, 2030’da 623, 2035’te ise 441 seviyesine indirilmesi ve nihayetinde 2050’de sıfır emisyon hedefinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Ayrıca, gri çimento üretiminde alternatif hammadde kullanımını artırma çalışmaları sürmektedir. 2023’te %7 olan alternatif hammadde kullanım oranı 2024’te aynı seviyede kalmış olsa da, bu oran 2025’te %10’a, 2030’da %15’e ve 2035’te %20’ye çıkarılması hedeflenmektedir.

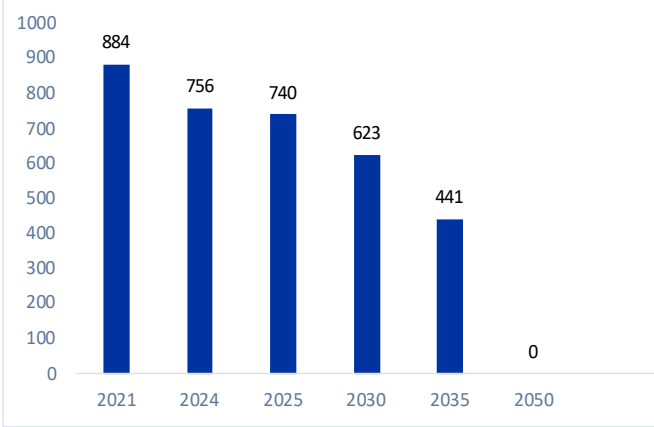
Yenilenebilir elektrik kullanımına da büyük önem veren Çimsa, bu oranı 2022’deki %48 seviyesinden 2024 itibarıyla %63’e yükseltmiştir. Şirket, yenilenebilir enerji kullanım oranını 2025’te %60’ın, 2030’da %80’in, 2035’te ise %85’in üzerine çıkarmayı planlamaktadır.

Çimento üretiminde birim su tüketimi de önemli ölçüde azaltılmıştır. 2022’de ton başına 506 litre olan su tüketimi, 2024’te 312 litreye gerilemiştir. Bu miktarın 2025’te 350 litre, 2030’da 300 litre, 2035’te ise 250 litreye indirilmesi hedeflenmektedir.

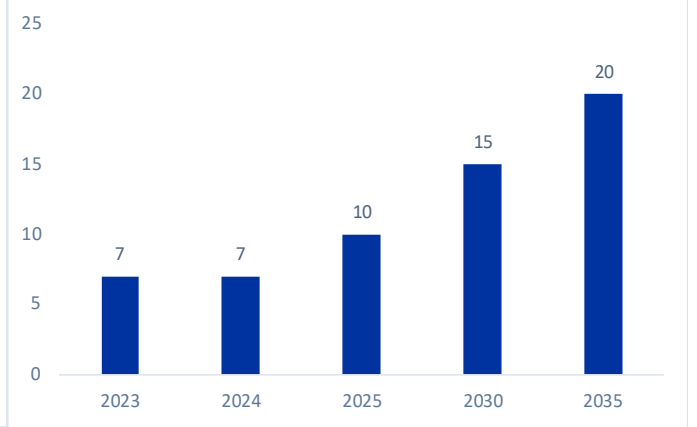
Bu veriler, Çimsa’nın hem çevresel etkilerini azaltma hem de sürdürülebilir üretim süreçlerini güçlendirme yönündeki kararlı duruşunu açıkça ortaya koymaktadır.

Sürdürülebilirlik Hedefleri

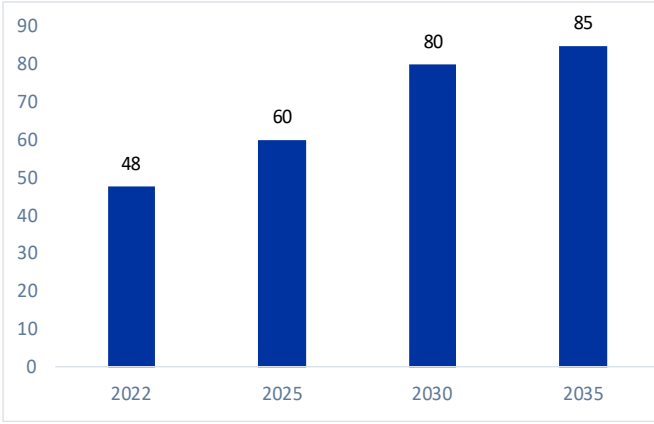
kg CO2/ton Çimentomsu



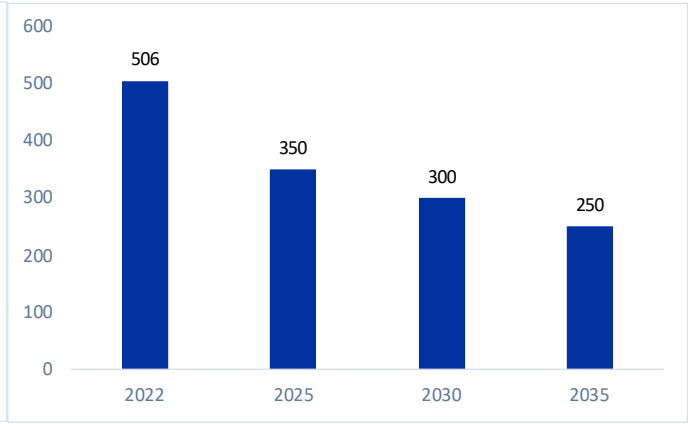
Alternatif Ham Madde Kullanım Oranı (Gri Çimento) (%)



Yenilenebilir Elektrik Tüketim Oranı (%)

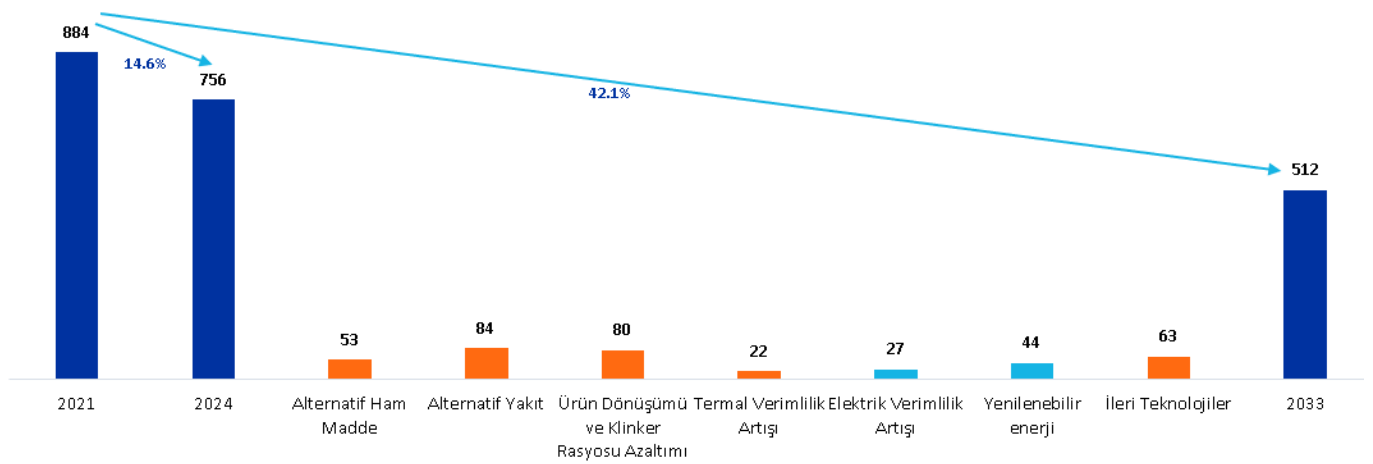


Su Kullanımı (L/ton Çimentomsu)



Kaynak: Şirket

Karbon Emisyonları Geçiş Projeksiyonu (Kapsam 1+2)



Kaynak: Şirket

Yukarıdaki grafikte, Çimsa'nın kapsamlı karbon azaltım planı görülmektedir. Şirket, karbon emisyonlarını 2021'de ton başına 884 kg'dan 2030'a kadar 512 kg/tona düşürmeyi hedeflemektedir; bu da %42,1'lik bir azalma anlamına gelmektedir. Bu dönemde, mevcut ve olası gelecekteki yatırımlar sayesinde bir dizi girişimin emisyonların azalmasına katkı sağlaması beklenmektedir. Özellikle alternatif yakıt kullanımı ve klinker oranının düşürülmesi en büyük etkiye sahip olacak önlemler olarak öne çıkmaktadır.

Sektörel Görünüm

Çimento sektörü, inşaat ihtiyaçlarını destekleyen ve ekonomik büyümeye önemli katkı sağlayan kritik bir sektördür. Türkiye çimento sektörü, çeşitli çimento ve yapı malzemeleri ürünlerinde yüksek üretim kapasitesine sahip, gelişmiş bir yapıya sahiptir. Ülke genelinde faaliyet gösteren çok sayıda orta ve küçük ölçekli üreticiye ek olarak, sektörde küresel operasyonları olan ve uluslararası oyuncularla güçlü ortaklıklar kurmuş büyük ve köklü şirketler de yer almaktadır.

Türkiye’de çimento talebinin en büyük kısmı konut inşaatından kaynaklanmaktadır. Bunun yanı sıra altyapı projeleri, mega projeler, kentsel dönüşüm girişimleri ve depremde etkilenen bölgelerdeki yeniden yapılandırma çalışmaları, çimento tüketimini güçlü tutmaktadır.

Enerji, çimento üreticileri için en büyük maliyet kalemini oluşturmaktadır. Geleneksel olarak ana enerji kaynakları petkok ve kömür olsa da, sektör yeşil dönüşüm doğrultusunda alternatif yakıtlar kullanımını giderek artırmaktadır; bu, sektörün stratejik önceliklerinden biridir. Sürdürülebilirlik ve CO₂ emisyonlarının azaltılması, şirketleri çevre dostu üretim süreçlerini uygulamaya ve net sıfır hedeflerine ulaşmayı amaçlayan teknolojilere yatırım yapmaya yönlendiren temel temalar haline gelmiştir. Bu çevresel konuların önemi, şirketlerin değişen düzenlemelere ve paydaş beklentilerine uyum sağlamasını gerektirecek şekilde devam etmesi beklenmektedir.

2025’in ortası itibarıyla Türkiye’de 56 entegre çimento fabrikası ve 21 öğütme tesisi faaliyet göstermekte olup, ülke Avrupa’nın en büyük ve dünyanın beşinci büyük çimento üreticisi konumunu sürdürmektedir. 2024’te Türkiye, 84,8 mn ton çimento üretmiş ve bunun 71 mn tonunu iç piyasada satmıştır; bu, yıllık bazda %9 artış anlamına gelmektedir.

Son iki yılda iç talep, depremde etkilenen bölgelerdeki yeniden inşa ve devam eden kentsel dönüşüm projeleri sayesinde güçlü kalmıştır. Talebin 2026–2027 boyunca, deprem bölgesinden kaynaklanan ihtiyaçlarla birlikte dayanıklı olması beklenmektedir. Ayrıca, beklenen para politikası gevşemesi, kentsel yenilenme ve ertelenmiş inşaat projelerini daha da canlandırarak çimento talebine yukarı yönlü riskler yaratabilir.

Nisan 2025 itibarıyla, yüksek faiz oranlarının talep üzerindeki baskısı nedeniyle iç çimento üretimi ve satışları geçen yıla göre hafif düşüş göstermiştir. Bununla birlikte, üçüncü çeyrekteki mevsimsellik desteğiyle yılın ikinci yarısında daha güçlü bir performans beklenmektedir. Toplam hacimlerin, beklenenden yavaş ilerleyen enflasyon düşüşü ve gecikmiş faiz indirimi beklentilerine rağmen, 2024 seviyelerine yakın seyretmesi öngörülmektedir; olası toparlanmanın ise daha çok 2026’ya kayması beklenmektedir.

Şekil: Türkiye Çimento ve Klinker Üretim ve Satış Rakamları

Çimento (mn ton)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	4A24	4A25
Üretim	80.6	72.5	57.0	72.3	78.9	73.7	81.5	84.8	26.0	25.2
Yurtiçi Satışlar	72.2	64.4	45.4	55.7	60.2	54.6	65.0	71.0	21.1	20.6
İhracat	8.0	7.5	11.1	16.2	17.7	18.5	15.2	13.0	4.6	4.4
Toplam Satışlar	80.2	71.8	56.5	71.9	77.9	73.1	80.2	84.0	25.7	25.0

Klinker	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	4A24	4A25
Üretim	70.8	70.3	57.8	71.8	80.1	72.2	73.0	77.5	24.9	24.4
İhracat	4.9	5.9	11.6	13.6	11.8	8.5	4.0	5.2	1.6	2.0

Kaynak: Türk Çimento

Çimsa

Suriye: Yıllarca süren iç savaşa rağmen Suriye pazarı, Türk çimento üreticileri için önemini korumuş ve şirketler, kriz ortamına rağmen kara yolu üzerinden yıllık yaklaşık 1 milyon ton ihracat gerçekleştirmeye devam etmiştir. Aralık 2024'te çatışmanın resmi olarak sona ermesinin ardından, Suriye'deki geniş ölçekli yeniden yapılandırma ihtiyacına yönelik beklentiler, 2025'in başında Türk çimento şirketlerinin değerlemelerinde keskin bir yükselişe yol açmıştır.

Uzun vadeli potansiyel anlamli olmakla birlikte, yeniden inşa süreci kaçınılmaz olarak kademeli olacak ve lojistik, finansal ve politik zorluklarla karşılaşacaktır. Türk Çimento'ya göre, Suriye'de hasar gören altyapı ve üstyapının yeniden inşası için önümüzdeki on yıl boyunca tahmini 50–60 milyon ton çimento gerekecek; bu da yıllık yaklaşık 5–6 milyon ton ek ihracat talebi anlamına gelmektedir.

Buna rağmen, Türk üreticiler, bu fırsatı, özellikle depremde etkilenen bölgelerin yeniden inşası gibi önemli iç talep ile dengelemek durumundadır. Ayrıca şirketler temkinli davranmakta ve Suriye'de operasyonel faaliyetlerin henüz kayda değer şekilde artmadığını vurgulamaktadır. Şirket bazında son değerlendirme artışlarına karşı temkinli yaklaşmaya devam ediyoruz, çünkü henüz operasyonel olarak önemli bir etki gözlemlenmemiştir. Yine de, Suriye'nin yeniden inşası uzun vadeli büyüme açısından cazip bir fırsat sunmaktadır. Bu bağlamda, Çimsa beyaz ve gri çimento ihracatını artırmaya başlamıştır. Özellikle yüksek marjlı bir ürün olan beyaz çimento talebindeki toparlanmanın, kısa vadede Çimsa'nın ihracat gelirlerine ek destek sağlaması beklenmektedir.

ABD Gümrük Tarifeleri Etkisi

2025 Özgürlük Günü Tarifeleri kapsamında Türk çimento ihracatları, %15'lik asgari tarife oranına tabi tutulmuştur. İlk bakışta, Türk üreticiler üzerindeki etki görece sınırlı görünmektedir; zira yalnızca taban oran uygulanırken, Vietnam ve Cezayir gibi ana rakipler çok daha yüksek tarife seviyelerine tabidir. Global Cement'in tahminlerine göre, Türk çimento sektörü, bu tarifelerden kaynaklı yaklaşık 60 milyon dolar ek maliyetle karşı karşıya kalacaktır. Bu durum, duyarlılık ve nakit akışı üzerinde bir baskı oluşturmakla birlikte, Türk firmaları için görece düşük tarife oranı ve maliyetlerin bir kısmının nihai fiyatlara yansıtılabilme olasılığı, etkinin yönetilebilir olmasını sağlayacaktır.

Yapısal olarak, ABD pazarı ithalata bağımlı kalmaya devam etmekte olup, iç arz talebi karşılamamaktadır. Bu durum, tarife kaynaklı maliyetlerin fiyatlara yansıtılmasını ve rekabetin önemli ölçüde aşınmamasını mümkün kılmaktadır. Hatta daha yüksek tarife yükleriyle karşı karşıya olan diğer ihracatçılarla kıyaslandığında, Türk üreticiler göreceli bir rekabet avantajı elde edebilir ve tarife rejiminin net etkisi başlangıçta algılandığından biraz daha olumlu olabilir.

Şirket bazında, Çimsa ABD'deki öğütme tesisleri sayesinde nispeten iyi bir konumdadır. Şirket, klinkeri yarı mamul ürün olarak ABD tesislerine ihraç etmekte ve burada çimento haline getirerek doğrudan ithalatta tarife yüküne olan maruziyeti azaltmaktadır. Ancak, tarife etkileri üretim yeri, yargı ve ürün sınıflandırmasına göre değişiklik gösterebilir. ABD'ye doğrudan bitmiş çimento ihraç eden Türk oyuncular için tarifeler hâlâ bir belirsizlik faktörüdür.

Genel olarak, tarifeler ek maliyetler getirirse de, ABD'nin çimento ithalatına yapısal bağımlılığı ve Türkiye'ye sağlanan görece avantajlı tarife uygulaması, Türk çimento üreticileri açısından etkinin yönetilebilir ve hatta Çimsa özelinde hafif olumlu olarak yorumlanabileceğini göstermektedir.

Çimsa

Ülke/Bölge	Vergi Oranı	Ülke	Hacim (Mt)	Hasılat (US\$m)	Vergi Oranı	İlave Maliyet (US\$m)
Tüm Ülkeler (baz)	10%	Türkiye	7.16	596	10%	59.6
Türkiye	15%	Kanada	4.85	577	25%	144.3
Kanada	35%	Vietnam	4.17	337	46%	154.9
Meksika	25%	Meksika	1.32	190	25%	47.6
AB	20%	Yunanistan	1.82	140	20%	28.0
Vietnam	20%	Cezayir	0.96	86	30%	25.9
Cezayir	30%	Kolombiya	0.86	81	10%	8.1
Angola	15%	BAE	0.9	80	10%	8.0
Bağlades	20%	Mısır	0.71	76	10%	7.6
Çin	%34 (Karşılıklı)	İspanya	0.59	48	20%	9.5
Hindistan	25%					
Japonya/Güney Kore	15%					

Kaynak: globalcement.com

2025 Beklentileri

Küresel çimento pazarı, dünya ekonomisinin ciddi zorluklarla karşı karşıya olması nedeniyle dalgalı bir görünüm sergiliyor. Başlıca merkez bankalarının uzun süreli sıkı para politikaları ekonomik aktiviteyi sınırlarken, Çin ekonomisindeki zayıf performans global çimento talebini baskılıyor. Ayrıca Rusya-Ukrayna savaşı ve Orta Doğu'daki çatışmalar gibi jeopolitik gerilimler, petrol ve kömür gibi kritik emtia fiyatlarında belirsizliği artırıyor.

Bu bağlamda, küresel çimento ürünlerine olan talebin kısa vadede sınırlı kalması beklenirken, savaş veya doğal afetlerden etkilenen bölgelerde lokal fırsatlar ortaya çıkabilir. Çin talebindeki düşüş ile birlikte, daha önce Çin'e ihracat yapan üreticiler alternatif pazarlar aramaya başlamış, bu durum rekabeti artırarak global çimento fiyatları üzerinde baskı yaratmaktadır.

Türkiye'de çimento talebinin 2025 boyunca güçlü seyretmesi öngörülmüyor. Depremden etkilenen bölgelerdeki yeniden inşa faaliyetleri güçlü talebin başlıca itici unsuru olmaya devam etmekte ve önümüzdeki iki yıl boyunca tüketimi desteklemesi beklenmektedir. Bununla birlikte, Türkiye'nin bütçe kısıtları ve makroekonomik dalgalanmalara bağlı olarak, deprem bölgesi dışındaki mega projeler ve altyapı harcamalarında sınırlı bir yavaşlama görülebilir.

Kentsel dönüşüm girişimleri son dönemde ivme kazanmış olup, iç talebi daha da desteklemektedir. Ayrıca mevcut sıkı para politikası ortamı yumuşar ve faizler düşerse, inşaat faaliyetlerinde hızlanma görülebilir ve bu da çimento tüketimine ek destek sağlayabilir.

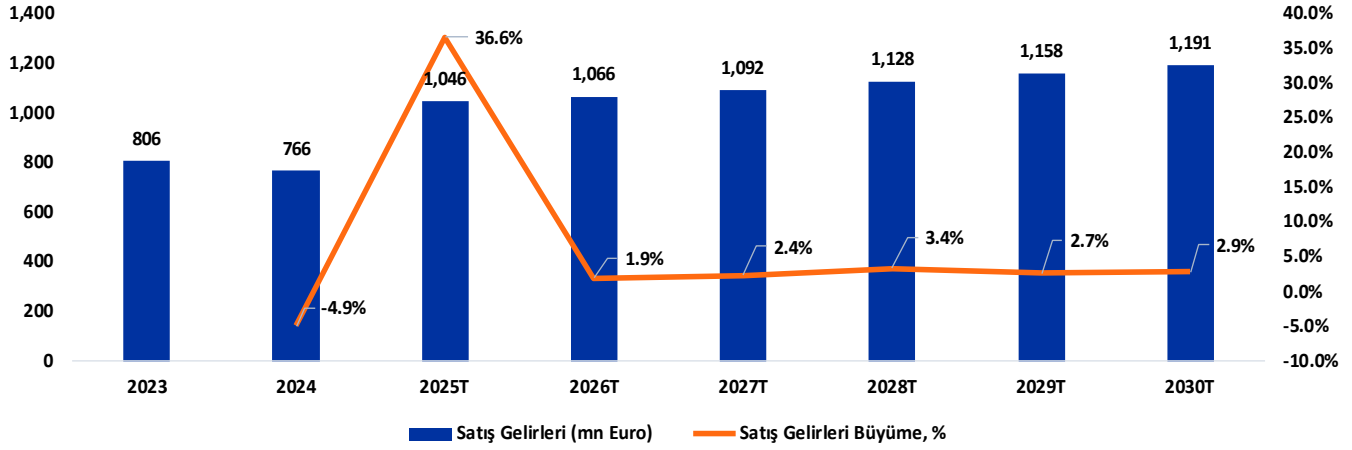
İhracat görünümünün görece yatay olması, birçok üreticiyi iç pazara öncelik vermeye yönlendirmekte ve daha önce ihracata ayrılan hacimleri iç piyasaya kaydırmaktadır. Bununla birlikte, Suriye veya Ukrayna'daki savaş sonrası yeniden inşa gibi yakın bölgelere yönelik olası projeler, uzun vadede Türk çimento üreticileri için önemli ihracat fırsatları yaratabilir. Ancak bu pazarların 2025'te anlamlı bir operasyonel faaliyete sahne olması olası değildir ve ihracata yönelik olumlu etkilerin kısa vadede değil, orta-uzun vadede görülmesi beklenmektedir.

Finansal Analiz

2025 yılında, Çimsa'nın Euro bazında güçlü bir artışla yaklaşık 1.046 milyon Euro gelir kaydedeceğini öngörüyoruz. Bu keskin yükselişin arkasındaki temel neden, güçlü seyreden operasyonel performansa ek olarak Mannok satın alımının tam konsolidasyon etkisinin 2025 finansallarına tamamen yansiyacak olmasıdır.

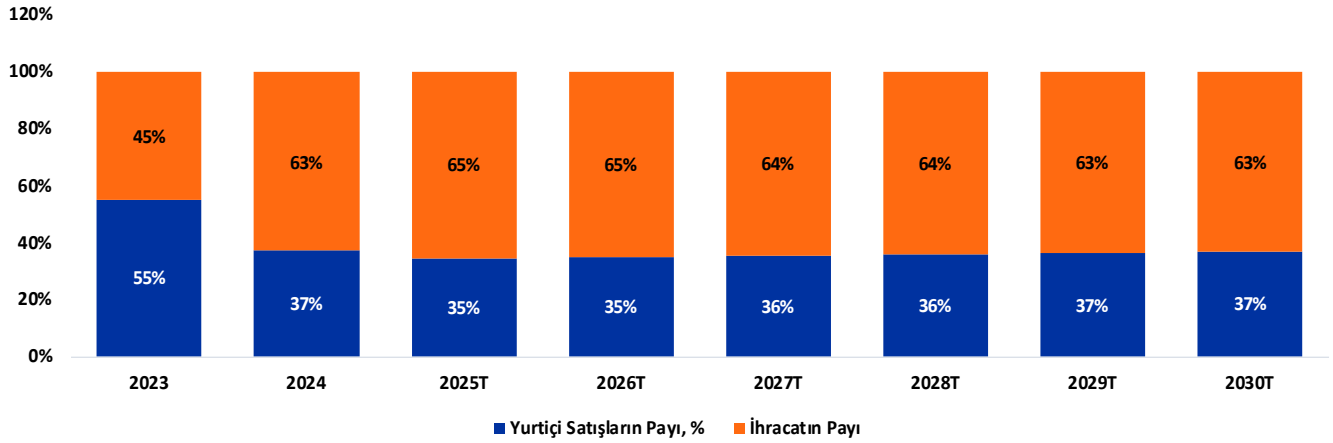
Takip eden dönemde ise, fiyatlama performansındaki iyileşme, hacimlerdeki güçlü seyir ve satışlardaki ürün karmasındaki değişimin desteğiyle, Çimsa'nın her yıl ortalama %2,5 civarında Euro bazında büyüme göstermesini bekliyoruz.

Satış Gelirleri ve Büyümesi, mn EUR



Kaynak: İş Yatırım

Satış Gelirlerinin Kırılımı, %



Kaynak: İş Yatırım

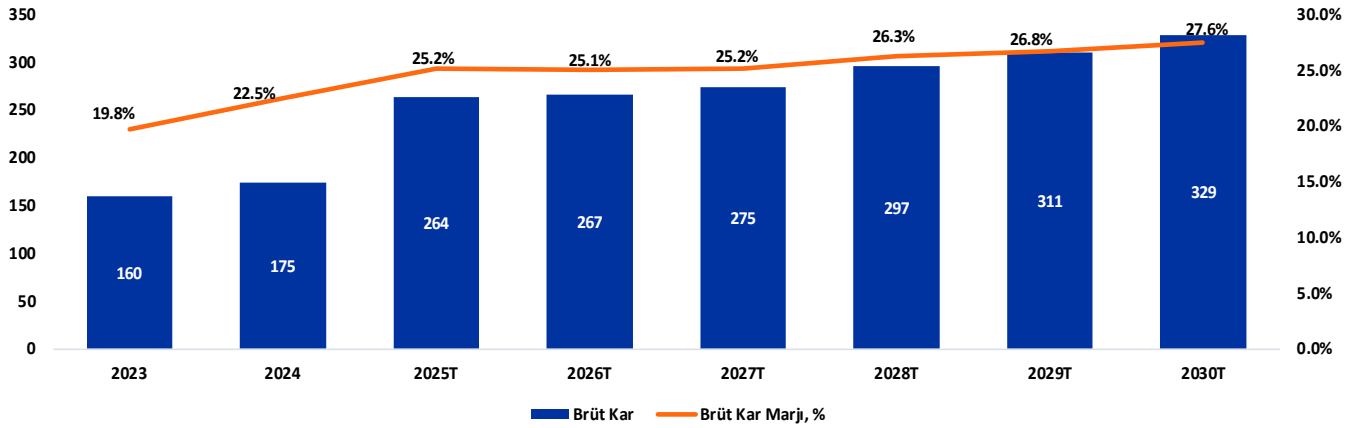
Tahmin dönemi boyunca, yurtiçi satışların toplam satışların %35'ini, yurtdışı operasyonlar ve ihracat satışlarının ise %65'ini oluşturacağını varsaydık. Yurtdışı operasyonlardan elde edilen gelirler, yani SBS ve ABD satışları, Şirket'in gelir yapısının bel kemiğini oluşturmasını öngörüyoruz.

Çimsa

2025 yılı için Çimsa'nın brüt kâr marjının yaklaşık %25,3 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Tahmin döneminde, fiyatlama dinamiklerindeki iyileşme ve gelir artışına kıyasla maliyetlerdeki (SMM) daha yavaş artış sayesinde brüt kârlılıkta kademeli bir iyileşme bekliyoruz. Bu gelişme, sürdürülebilirlik girişimleri ve operasyonel verimlilik artışları ile desteklenmektedir. Maliyet baskısını hafifletmesi beklenen başlıca unsurlar arasında, şirketin kendi ürettiği elektriğin payındaki artış, alternatif yakıt kullanım oranının yükselmesi ve çimento üretiminde klinker oranının azaltılması yer almaktadır. Bu gelişmelerin, maliyet enflasyonunu sınırlamaya ve brüt marjların korunmasına katkı sağlaması beklenmektedir.

Fiyatlama tarafında ise daha temkinli bir yaklaşım benimsiyoruz. 2025 yılında fiyat artışlarının enflasyonun yaklaşık %3 altında kalacağını varsayıyoruz. Tahmin döneminin geri kalanında ise fiyat artışlarının enflasyonla paralel seyredeceğini öngörüyoruz. Bu ihtiyatlı varsayıma rağmen, Çimsa'nın önümüzdeki yıllarda brüt marj genişlemesi elde etmeye elverişli bir konumda olduğunu düşünüyoruz. Son olarak, Mannok operasyonlarının tam konsolidasyonu, marj görünümünü olumlu yönde etkileyecektir. Mannok, güçlü pazar konumu ve daha kârlı ürün karması sayesinde Çimsa'nın mevcut operasyonlarına kıyasla daha yüksek marjlarla faaliyet göstermektedir.

Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı (%), mn EUR

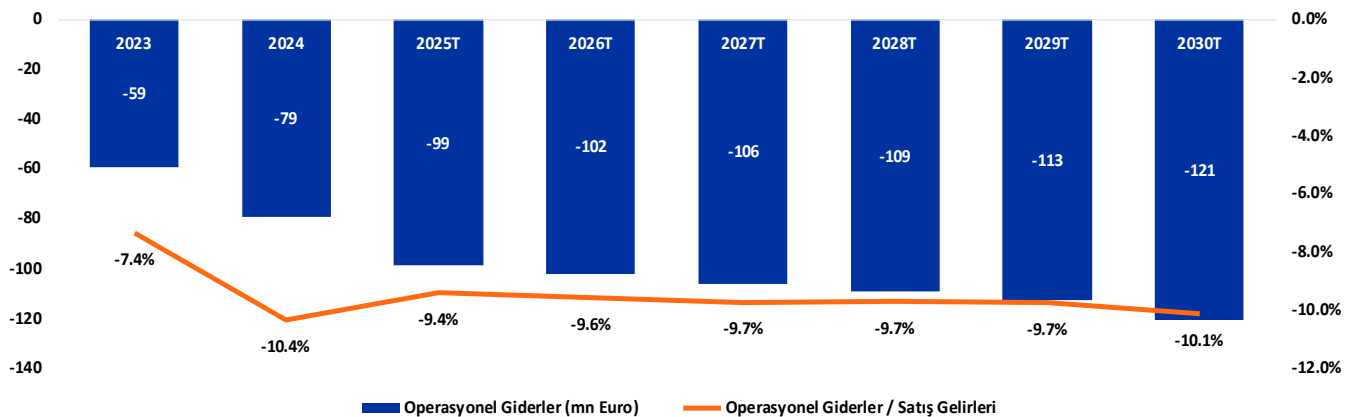


Kaynak: İş Yatırım

2024 yılında operasyonel giderler, bir önceki yılın düşük baz etkisi ve Mannok'un kısmi konsolidasyonunun etkisi nedeniyle artış göstermiştir. 2025 yılında ise Mannok'un tam konsolidasyonu ile birlikte, operasyonel giderlerde yaklaşık %24'lük bir artış bekliyor ve bu kalemin 98 milyon Euro seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz.

2026 yılından itibaren, faaliyet giderlerinin satışlarla paralel ve istikrarlı bir büyüme eğilimi izlemesini, satışların yaklaşık ortalama %9,6'sı seviyesinde kalmasını bekliyoruz.

Operasyonel Giderler & Satış Gelirlerine Oranı (%), mn EUR



Kaynak: İş Yatırım

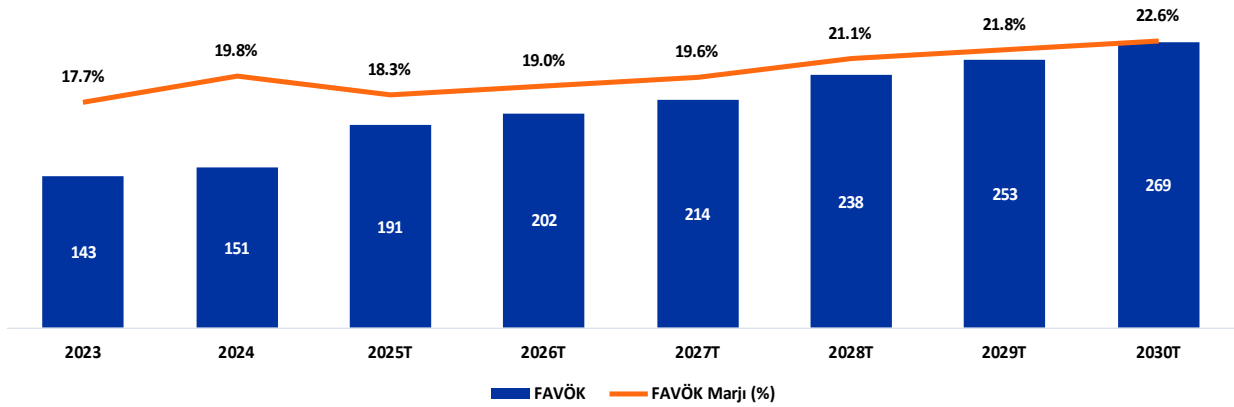
Çimsa

2025 yılından itibaren, Mannok'un tam konsolidasyon etkisiyle, Çimsa'nın FAVÖK rakamında belirgin bir artış bekliyor ve bu yüksek seviyelerin sürdürülebilir olacağını öngörüyoruz.

2025 yılı için FAVÖK'ün 193 milyon Euro seviyesinde gerçekleşmesini ve %18,4 marj elde edilmesini bekliyoruz. Tahmin döneminin geri kalanında ise marjlarda kademeli bir iyileşme öngörüyoruz, uzun vadede yaklaşık %23 seviyelerine ulaşılacağını tahmin ediyoruz.

Her ne kadar faaliyet giderlerinde anlamlı bir iyileşme beklenmese de, daha güçlü faaliyet kârı ve yoğun yatırım programı (capex) kaynaklı yüksek amortisman giderleri, FAVÖK yaratımını ve marj artışını destekleyen temel unsurlar olacaktır.

FAVÖK (mn EUR) & FAVÖK Marjı (%)



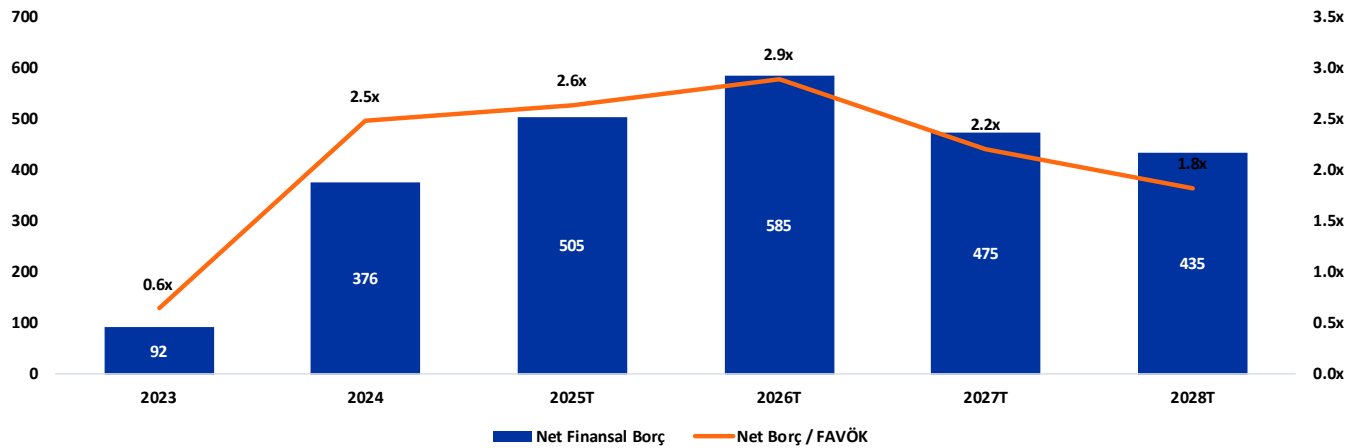
Kaynak: İş Yatırım

Çimsa, 2023 yılı itibarıyla 92 milyon Euro seviyesine gerileyen borç tutarıyla borçluluğunu önemli ölçüde azaltmıştır. Ancak, Mannok satın alımının ardından net borç pozisyonu yeniden artış göstermiştir.

2025 yılında Net Borç/FAVÖK oranının 2,6x seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu oranın 2026 yılında 2,9x ile zirveye ulaşmasının ardından, önümüzdeki yıllarda kademeli olarak gerilemesini öngörüyoruz.

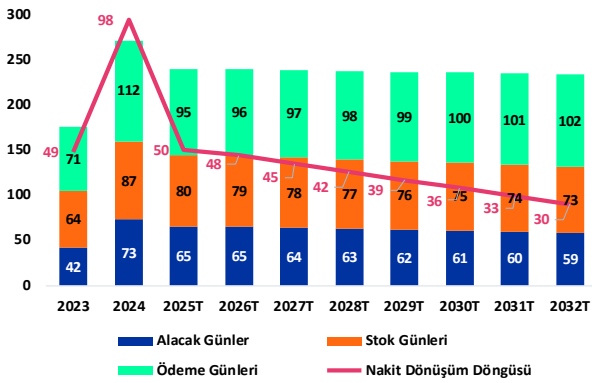
Mevcut yüksek borçluluk seviyesine rağmen, Şirket çok taraflı finans kuruluşlarından yeşil finansman kaynaklarına erişim sağlayarak fonlama ihtiyacını karşılamayı başarmıştır. Ayrıca, 2025 yılının ilk çeyreğinde başlatılan girişimler sayesinde, borç vade yapısının 2024 Aralık dönemine kıyasla daha uzun vadeli bir yapıya kavuşturulduğu görülmektedir.

Net Borç (milyon EUR) ve Net Borç/FAVÖK Oranı

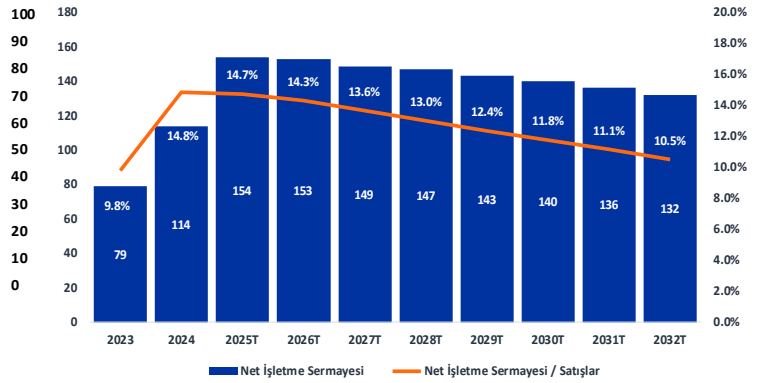


Kaynak: İş Yatırım

Nakit Döngüsü & İşletme Sermayesi Günleri



Net İşletme Sermayesi (mn Euro) & Satışlara Oranı (%)



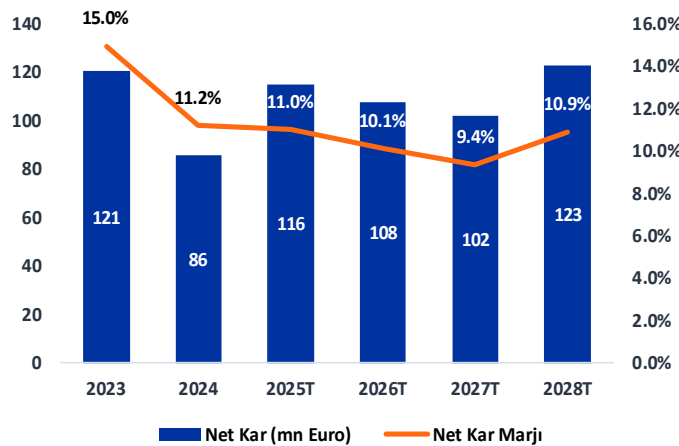
Kaynak: İş Yatırım

2024 yılında, alacak ve stok devir sürelerindeki artış nedeniyle Çimsa'nın nakit dönüşüm döngüsünün (CCC) geçici olarak 98 güne kadar yükseldiğini görüyoruz. Ancak, 2025 itibarıyla döngünün yeniden normalleşeceğini öngörüyoruz. Özellikle Mannok operasyonlarında devreye alınan verimlilik artırıcı inisiyatifler ve dezenflasyon sürecinin katkısıyla, tahmin döneminde nakit dönüşüm döngüsünün yaklaşık 30 gün seviyelerine kadar iyileşmesi beklenmektedir. Bu, Çimsa'nın işletme sermayesini daha etkin yöneteceğini ve nakit yaratma kabiliyetini güçlendireceğini göstermektedir.

2024 yılında net işletme sermayesi (NWC) keskin bir artış göstermekte ve NWC/Satışlar oranının yaklaşık %15 seviyesine ulaşması beklenmektedir. Ancak, 2025 sonrasında hem işletme sermayesi tutarının hem de oranının dengelenmesi öngörülmektedir.

2026 yılından itibaren, NWC nominal olarak yatay seyrederken, NWC/Satış oranının yaklaşık %11 seviyelerine gerilemesi, verimliliğin yeniden tesis edildiğini ve nakit kullanımında belirgin bir iyileşme sağlandığını göstermektedir.

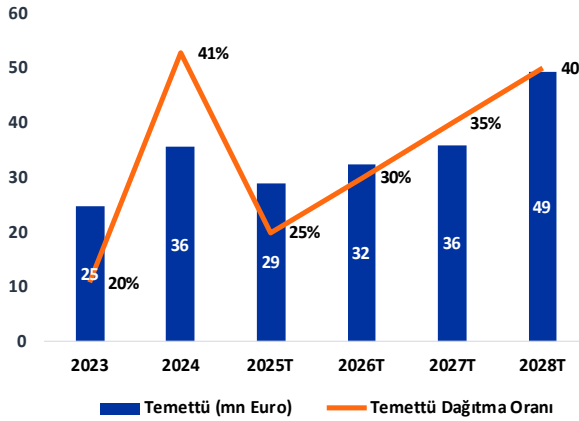
Net Kar (mn EUR) & Net Kar Marjı (%)



Kaynak: İş Yatırım

2025 yılında Çimsa'nın net kârının yaklaşık 131 milyon Euro seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu güçlü performans, FAVÖK'teki belirgin artışın yanı sıra, yüksek borçluluk seviyesinden kaynaklanan parasal kazançların etkisiyle desteklenecektir. 2025 yılı için vergi öncesi kârın 212 milyon Euro seviyesine ulaşacağını ve %25 vergi oranı uygulanmasıyla birlikte yaklaşık 53 milyon Euro vergi gideri oluşacağını tahmin ediyoruz. Tahmin döneminin geri kalanında, borçluluk ve enflasyonun kademeli olarak azalmasıyla, parasal kazançlarda da düşüş bekliyoruz. Ancak, azalan borç yükü sayesinde finansman giderlerinin de gerilemesi, net kâr marjı üzerindeki baskıyı dengeleyecektir. 2025 yılı hariç tutulduğunda, Çimsa'nın net kâr marjının tahmin döneminde ortalama %13,5 civarında istikrarlı bir seviyede seyretnmesini öngörüyoruz.

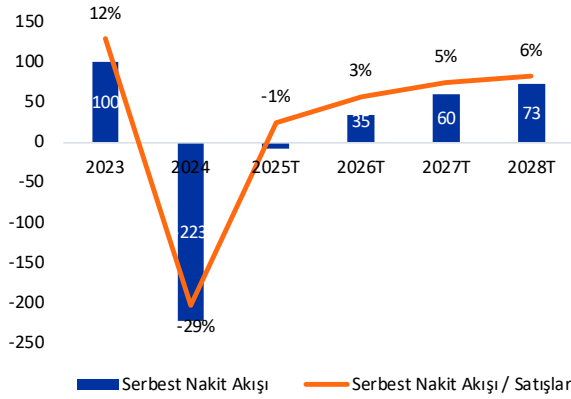
Temettü Miktarı (mn EUR) & Dağıtım Oranı (%)



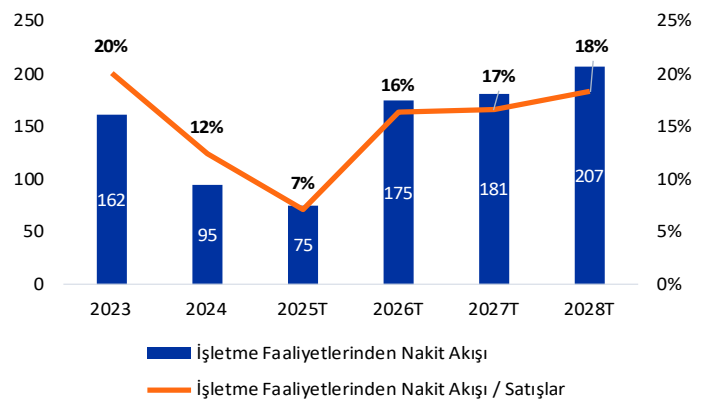
2025 yılı için Çimsa'nın dağıtılabilir kârının %25'ini temettü olarak dağıtacağını, bunun da yaklaşık 40 milyon Euro tutarına karşılık geleceğini tahmin ediyoruz. Tahmin dönemi boyunca, borçluluğun azalması ve nakit yaratım kapasitesinin artmasıyla, temettü ödeme oranının 2028 itibarıyla %40 seviyelerine kadar yükselmesini bekliyoruz. Bu eğilim, Çimsa'nın daha güçlü bilanço yapısı ve artan finansal esnekliği sayesinde hissedarlarına daha fazla temettü dağıtım kapasitesine kavuşacağını göstermektedir.

Kaynak: İş Yatırım

Serbest Nakit Akımı



Faaliyetlerden Nakit Akımı Görünümü



Kaynak: İş Yatırım

2024 yılında Çimsa'nın serbest nakit akımı (SNA) keskin bir düşüşle -223 milyon Euro seviyesine gerileyerek son yılların en düşük düzeyine inmiştir. Bu sert düşüşün temel nedeni, geçici olarak artan yatırım harcamaları (capex) ve yüksek borç servisi maliyetleri olup, bu unsurlar serbest nakit üretimini önemli ölçüde kısıtlamıştır.

2025 yılından itibaren, yatırım harcamalarının normalleşmesi ve faaliyet performansındaki iyileşme sayesinde SNA'nın kademeli bir toparlanma sürecine girmesi beklenmektedir.

Bu kademeli iyileşme, yatırım harcamalarındaki azalma, artan kârlılık, ve borçluluk oranının düşmesine paralel azalan finansman giderleri ile desteklenen yapısal bir nakit yaratım iyileşmesine işaret etmektedir. 2028 yılı itibarıyla FCF marjının istikrarlı pozitif bir seviyeye dönmesi, Çimsa'nın sürdürülebilir ve kendi kendini finanse eden nakit akımı yaratma kapasitesinin güçlendiğini göstermektedir.

Faaliyetlerden nakit akımı (CFO) tarafında ise tablo çok daha dayanıklı bir görünüm sergilemektedir. CFO, 2023'teki 162 milyon Euro seviyesinden 2024'te 150 milyon Euro'ya yükselmiş olup, 2028 yılında 216 milyon Euro'ya ulaşması beklenmektedir. Bu da yaklaşık %13 bileşik yıllık büyüme oranına (CAGR) karşılık gelmektedir.

CFO/Satışlar oranı, 2023'teki %14 seviyesinden 2024'te %20'ye, ardından 2025E'de daha temkinli işletme sermayesi varsayımıyla %15'e gerilemesi beklenmektedir. Ancak 2026E–2028E döneminde oran %19–20 bandında istikrar kazanacaktır.

Bu eğilim, Çimsa'nın artırılmış operasyonel verimliliğini, genişleyen marjlarını ve güçlü nakit dönüşüm kapasitesini yansıtmaktadır. Şirket, bu süreçte likidite ve nakit yönetiminde giderek daha disiplinli bir yaklaşım sergilemektedir.

DEĞERLEME

	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Makro Varsayımlar							
TLREF	47.50	35.00	23.00	17.00	17.00	16.00	15.00
EUR/TRY (yıl sonu)	36.74	50.60	57.57	65.07	73.85	82.32	92.61
EUR/TRY (ortalama)	35.49	43.98	54.03	61.38	69.50	78.13	87.46
TÜFE (yıl sonu)	44%	30%	20%	17%	17%	15%	15%
TÜFE (ortalama)	59%	34%	23%	18%	17%	16%	15%
AOSM Varsayımlar							
Risksiz Getiri Oranı	8.2%	7.8%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Hisse Senedi Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Özkaynak Maliyeti	14.2%	13.8%	13.7%	13.6%	13.5%	13.4%	13.3%
Özkaynak	70.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Borçlanma Maliyeti	7.7%	7.4%	7.8%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%
Borç	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
AOSM	12.3%	11.5%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%	11.2%

mn avro	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	776	1046	1066	1092	1128	1158	1191
FVÖK	95	165	165	169	187	198	208
Amortisman	16	26	37	46	51	55	61
FAVÖK	151	191	202	214	238	253	269
(-) Yatırım Harcamaları	-78	-105	-107	-87	-82	-75	-69
(-) Vergi	-24	-41	-33	-34	-37	-40	-42
(-) İşletme Sermayesi	-35	-40	1	4	2	4	3
Serbest Nakit Akışı (SNA)	15	5	64	97	121	142	162
İskonto Oranı	1.00	1.00	1.12	1.24	1.39	1.54	1.72
İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA)	15	5	57	78	87	92	94

İndirgenmiş Nakit Akışı Ana Varsayımlar

Serbest nakit akımları (FCF) tahmin edildikten sonra, bu nakit akımları indirgeme oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılarak bugünkü değere indirgenmiştir.

2030 sonrası dönem için %2 oranında terminal büyüme oranı varsayılmıştır. Tahmin edilen serbest nakit akımlarının bugünkü değeri ile terminal değer bugünkü değeri toplanarak şirket değeri elde edilmiştir.

Şirketin net borcu 422 milyon Euro olarak dikkate alınmıştır. Bu tutar, firma değerinden düşülerek özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Son olarak, özsermaye maliyeti kullanılarak bu değer bir yıl ileri taşınmıştır. Bu yöntem, indirgenmiş nakit akımı (İNA) değerlemesinin temelini oluşturmaktadır olup, şirketin uzun vadeli sürdürülebilir büyüme potansiyeli ve sermaye yapısına dayalı olarak gerçeğe en yakın piyasa değerini ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Benzer Şirket Karşılaştırması

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine ek olarak, değerlememizde emsal şirket çarpan analizinden de yararlanılmıştır. Bu kapsamda, hem uluslararası hem de yerli benzer şirketler dikkate alınarak, temsil gücü yüksek ve tutarlı bir çarpan seti oluşturulmaya çalışılmıştır.

Çarpan analizinde, FD/FAVÖK, temel çarpan olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, İNA yöntemiyle hesaplanan değerle birlikte çapraz kontrol amacıyla değerlendirilmiş; böylece nihai şirket değeri, hem nakit akımı temelli hem de piyasa çarpanlarına dayalı bir yaklaşımla desteklenmiştir.

Benzer Şirket Karşılaştırması, (Yabancı)

Hisse Adı	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri, \$	Piyasa Değeri, TL	FD/FAVÖK				
					Son 12A	2025	2026	2027	AİD*
TITC BB Equity	TITAN SA	Belçika	3,181	132,248	4.90x	4.90x	4.59x	4.33x	4.67x
3323 HK Equity	CHINA NATL BDG-H	Çin	5,289	219,869	8.95x	8.95x	8.29x	8.40x	8.45x
VCT FP Equity	VICAT	Fransa	3,152	131,026	5.53x	5.53x	5.30x	5.15x	5.36x
HEI GR Equity	HEIDELBERG MATER	Almanya	39,389	1,637,398	8.81x	8.81x	8.25x	7.74x	8.39x
JKLC IN Equity	JK LAKSHMI CEMEN	Hindistan	1,177	48,932	14.73x	14.73x	10.14x	8.49x	11.28x
STRCEM IN Equity	STAR CEMENT LTD	Hindistan	1,165	48,429	19.82x	19.82x	12.62x	10.73x	14.42x
SMGR IJ Equity	SEMEN INDONESIA	Endonezya	1,167	48,492	5.70x	5.70x	5.42x	5.22x	5.49x
BZU IM Equity	BUZZI SPA	İtalya	10,524	437,475	6.99x	6.99x	6.61x	6.27x	6.70x
CEM IM Equity	CEMENTIR HOLDING	İtalya	2,611	108,553	5.36x	5.36x	5.08x	4.84x	5.15x
CEMEXCPO MM Equity	CEMEX SAB-CPO	Meksika	13,092	544,223	6.20x	6.20x	5.72x	5.34x	5.84x
CMA MC Equity	CIMENTS DU MAROC	Fas	3,166	131,592	13.01x	13.01x	11.73x	10.66x	12.05x
YNCCO AB Equity	YANBU CEMENT CO	Suudi Arabistan	718	29,833	7.84x	7.84x	7.73x	7.21x	7.76x
SOCCO AB Equity	SOUTHERN PROVINC	Suudi Arabistan	1,025	42,610	13.30x	13.30x	12.15x	10.76x	12.44x
YACCO AB Equity	YAMAMA CEMENT CO	Suudi Arabistan	1,685	70,026	11.05x	11.05x	9.70x	8.84x	10.03x
QACCO AB Equity	QASSIM CEMENT	Suudi Arabistan	1,249	51,932	9.30x	9.30x	8.70x	8.06x	8.85x
SACCO AB Equity	SAUDI CEMENT	Suudi Arabistan	1,658	68,917	9.37x	9.37x	9.03x	8.56x	9.11x
CITYC AB Equity	CITY CEMENT CO	Suudi Arabistan	584	24,269	7.81x	7.81x	7.38x	7.38x	7.49x
ARCCO AB Equity	ARABIAN CEMENT	Suudi Arabistan	591	24,572	6.81x	6.81x	6.51x	6.24x	6.58x
SCCC TB Equity	SIAM CITY CEMENT	Tayland	1,372	57,054	7.12x	7.12x	6.82x	5.93x	6.90x
Medyan			1,658	68,917	7.84x	7.84x	7.73x	7.38x	7.76x
Ortalama			4,884	203,024	9.08x	9.08x	7.99x	7.38x	8.26x

* Ağırlıklı İleri Dönem Ortalama Çarpanı

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Benzer Şirket Karşılaştırması, (Yerli)

Hisse Kodu	Şirket Adı	Kapasite (mn ton/yıl)			Piyasa Değeri, TL	FD/FAVÖK	F/K	FD/Klinker
		Çimento	Klinker	Klinker/Çimento				
AFYON	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	2.0	1.7	85%	5,280	5.4x	18.2x	2.7x
AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9.0	7.0	78%	27,071	8.4x	24.3x	4.0x
BSOKE	Batsöke Söke Çimento Sanayi T.A.Ş.	4.0	3.0	75%	25,312	206.5x	296.4x	28.0x
BTCIM	Batçim Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş.	1.8	1.4	78%	25,947	21.2x	34.4x	22.2x
BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	2.9	1.4	48%	10,125	7.5x	51.8x	9.2x
CMEN	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.	5.4	4.2	78%	33,277	13.9x	54.5x	7.6x
GOLTS	Göltaş Gölçer Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5.1	3.2	63%	6,102	7.6x	117.6x	2.4x
NUHCM	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	5.7	4.6	81%	33,858	7.3x	17.1x	6.1x
OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	24.0	12.6	53%	103,262	6.9x	13.0x	7.5x
LMKDC	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.6	2.3	64%	13,720	4.2x	7.5x	5.4x
Medyan		4.6	3.1	76.4%	25,630	7.4x	21.3x	5.7x
Ortalama		6.4	4.1	70.1%	28,395	7.6x	38.0x	5.6x

Kaynak: Rasyonet, İş Yatırım

Değerleme Özeti

mın EUR	Özkaynak Değeri	%	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
İNA	1,197	50%	599
Yerli Benzer Şirket	1,104	25%	276
Yabancı Benzer Şirket	1,147	25%	287
Hedef Değer			1,162
Hisse Başına Hedef Fiyat			1.2
Cari Fiyat			0.86
Artış Potansiyeli			42%

mın TL	Özkaynak Değeri	%	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
İNA	64,689	50%	32,344
Yerli Benzer Şirket	59,660	25%	14,915
Yabancı Benzer Şirket	61,972	25%	15,493
Hedef Değer			62,753
Hisse Başına Hedef Fiyat			66.4
Cari Fiyat			42.3
Artış Potansiyeli			57%

Kaynak: İş Yatırım

Değerlememizde İNA (indirgenmiş nakit akımı) yöntemine %50, yurtiçi ve uluslararası benzer şirket çarpanlarına ise %25'er ağırlık verdik. İNA ve çarpan analizlerini bileştirerek, 1.162 milyon Euro hedef özsermaye değeri elde ettik; bu da hisse başına 1,2 Euro'ya ve %42 yükseliş potansiyeline karşılık gelmektedir.

Daha sonra her bir değeri 2026 yılı ortalama TL/Euro kur tahminimizi kullanarak Türk lirasına çevirdik ve 62.753 milyon TL hedef özsermaye değerine ulaştık. Buna göre, hisse başına 66,4 TL olan hedef fiyatımız %57'lik bir yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Hassasiyet Analizi (Özkaynak Değeri, EUR milyon)

	Terminal Büyüme Oranı					
		0%	1%	2%	3%	4%
10 Yıllık AOSM Ortalama Değişimi	2%	851	949	1,069	1,218	1,410
	1%	904	1,006	1,131	1,288	1,488
	0%	959	1,067	1,197	1,361	1,570
	-1%	1,018	1,130	1,267	1,438	1,657
	-2%	1,079	1,197	1,340	1,519	1,748

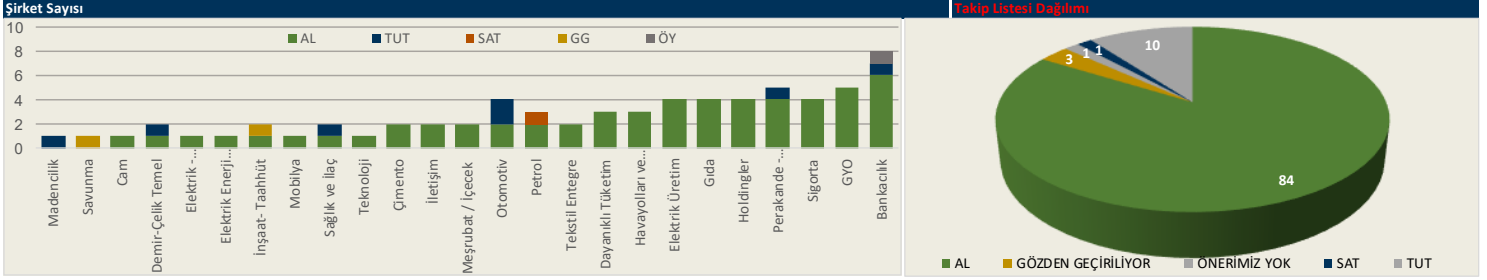
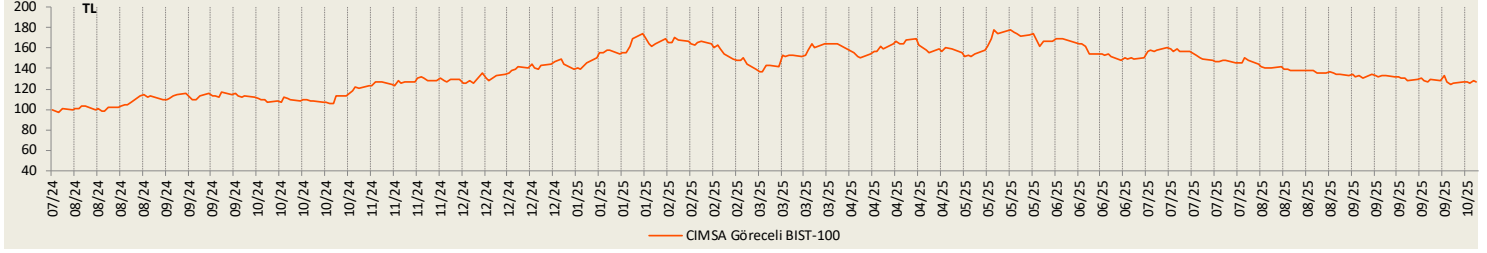
Kaynak: İş Yatırım

Duyarlılık analizinde, özsermaye değerinin bir yıllık ileri taşınmış tutarı üzerindeki etkisini görmek amacıyla iki temel değişkenin etkisini inceledik: Terminal büyüme oranı ve 10 yıllık ortalama AOSM değişimi.

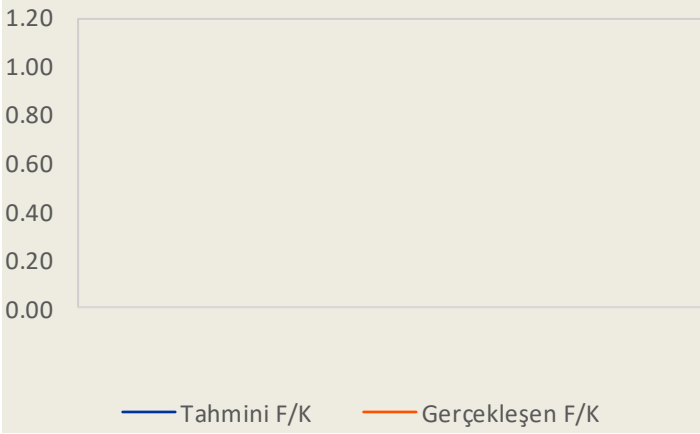
Buna göre, terminal büyüme oranı arttıkça ve 10 yıllık ortalama AOSM değişimi azaldıkça, özsermaye değeri yükselmektedir. Tersine, büyüme oranının düşmesi veya AOSM'nin yükselmesi durumlarında özsermaye değeri azalmaktadır.

Çimsa

Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.