



Afyon-Çimsa Çimento

Hem yerel hem küresel oyuncu!

Çimento sektörü, 2024 yılında gözlemlenen yaklaşık %9'luk büyüme trendini takiben, 2025 yılının ilk yarısına hem iç piyasada hem de ihracat faaliyetlerinde artışlarla başlamıştır. Ancak, yılın ilk çeyreğinde **Şubat ve Mart** aylarında yaşanan baz etkileri nedeniyle üretim ve iç satışlarda geçici düşüşler kaydedilmiştir. Sektörel talep, Nisan ayında toparlanma göstermiş ve Mayıs ayında sektör tarihinde ölçülen **en yüksek iç satış miktarına** ulaşmıştır. Haziran ayında da büyüme ivmesi korunmuştur. **2025 yılı Ocak-Haziran** döneminde çimento üretimi, önceki yıla kıyasla **%3,02'lik bir artışla 41.895.647 ton** seviyesine yükselmiştir.

Sektörü destekleyen ana unsurlar:

i) **İştahlı Kentsel Dönüşüm Hacmi**, ii) **Yerli ve Yüksek Kaliteli Hammadde Tedarik Zinciri Entegrasyonu** iii) **Alternatif Yakıt Kullanımında Avrupa Liderliği**, iv) **Düşük Karbonlu ve Özel Çimento Türlerine Artan Küresel Talep**, v) **Kamu Altyapı Yatırımlarında İştah Artışı**, vi) **Gelişmiş Lojistik Ağı**, vii) **Sektördeki Yoğun Dijitalleşme ve Yapay Zekâ Uygulamaları**, viii) **Global Müteahhitlik Firmaları ile Stratejik İlişkiler** olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sektörü baskılayan ana unsurlar:

i) **Enerji Maliyetlerindeki Artışlar**, ii) **SKDM'nin Yükümlülük Yaratması**, iii) **Sıkı Duruşun İç Piyasaya Etkisi**, iv) **Küresel Pazarlarda Desteklenen Ülkeler**, v) **Gemi Navlun ve Sigorta Maliyetlerindeki Artış**, vi) **Yüksek Rekabet**, vii) **ESG Uyumu ve Maliyetler**, viii) **Teknik Eleman Açığı ve Artan İşçilik Maliyetleri** olduğu takip edilmektedir.

Görece faaliyetleriyle iyimser ayrışan ve yakından takip ettiğimiz AFYON ve CİMSA özelinde AFYON için 19,64 TL ve CİMSA için 62,51 TL hedef fiyat ile AL tavsiyelerini başlatıyoruz.

Detaylarına ilerleyen sayfalardan erişebilirsiniz

18 Kasım 2025

XTAST

Piyasa Değeri (mlr TL)

403,08

Piyasa Değeri (mln \$)

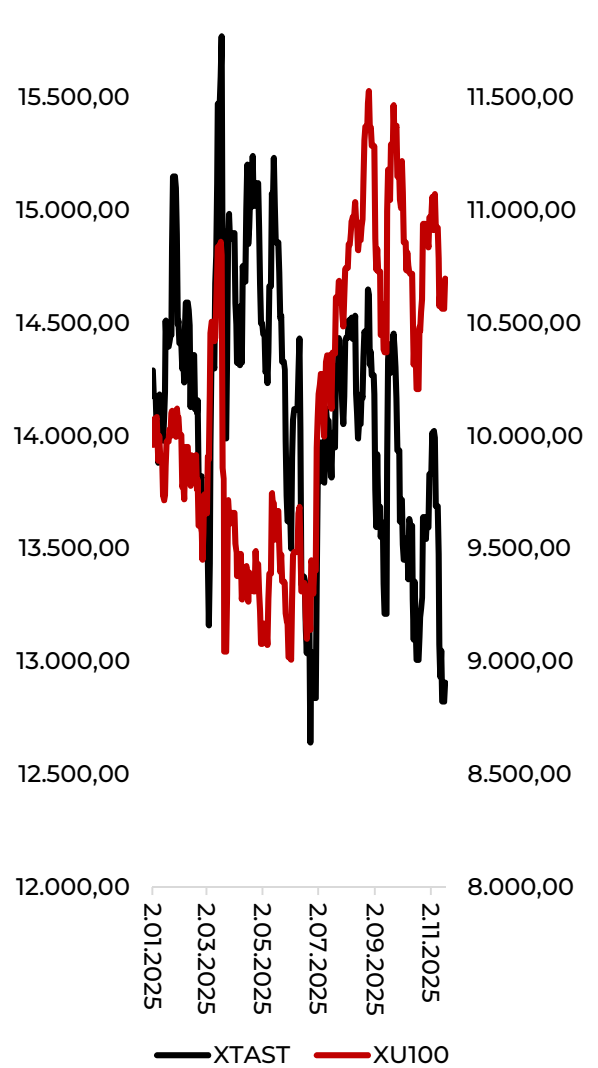
9.525

XTAST FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-4,27	-5,35	-5,97
Nominal (TL)	-0,77	-8,16	6,55
Nominal (USD)	-1,76	-11,66	-15,89

KOD HEDEF FİYAT TAVSİYE

AFYON	19,64	AL
CİMSA	62,51	AL
16.000,00		12.000,00



SEKTÖR ANALİZİ

TÜRKÇİMENTO'nun Haziran ayındaki son raporu çerçevesinde:

Çimento sektörü, 2024 yılında gözlemlenen yaklaşık %9'luk büyüme trendini takiben, 2025 yılının ilk yarısına hem iç piyasada hem de ihracat faaliyetlerinde artışlarla başlamıştır. Ancak, yılın ilk çeyreğinde **Şubat ve Mart** aylarında yaşanan baz etkileri nedeniyle üretim ve iç satışlarda geçici düşüşler kaydedilmiştir. Sektörel talep, Nisan ayında toparlanma göstermiş ve Mayıs ayında sektör tarihinde ölçülen **en yüksek iç satış miktarına** ulaşmıştır. Haziran ayında da büyüme ivmesi korunmuştur. **2025 yılı Ocak-Haziran** döneminde çimento üretimi, önceki yıla kıyasla **%3,02'lik bir artışla 41.895.647 ton** seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde gerçekleştirilen iç satışlar **%2,83 artarak 34.121.086 ton**, çimento ihracatı ise **%7,68'lik artışla 7.545.522 tona** ulaşmıştır. Bu dönemde üretilen çimentonun yaklaşık **%18,0'i** ihracat pazarlarına yönlendirilmiştir.

Çimento sektörünün iç satış performansı bölgesel bazda farklılıklar sergilemiştir. **Ocak-Haziran 2025** döneminde Marmara ve Ege Bölgeleri'nde iç satış hacimlerinde düşüşler gözlemlenirken, İç Anadolu, Doğu Anadolu ve Güneydoğu Anadolu bölgeleri önemli artışlar kaydetmiştir. Yılın ilk yarısında toplam çimento ve klinker ihracatı hacmi, bir önceki yıla göre **%17,70 artışla 11.687.008 ton** olarak gerçekleşmiştir. Klinker ihracatı hacmindeki **%49,37'lik** artış, toplam ihracat büyümesine güçlü bir katkı sağlarken, çimento ihracatı hacmi **%6,43** oranında daha sınırlı bir artış göstermiştir. Ocak-Haziran 2025 döneminde ihracat hacmini en çok artıran ülkeler sırasıyla **Gana (%180,03)**, **Haiti (%101,67)** ve **Romanya (%61,31)** olmuştur. Bu dönemde en çok ihracat yapılan ülke **ABD** olarak kaydedilmiştir. İhracatın ortalama birim fiyatı (çimento) ise 2025 Haziran ayında **64,3 \$/ton** seviyesine yükselerek fiyat toparlanmasının devam ettiğini göstermiştir.

Genel ekonomik görünüme bakıldığında, **Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYH)** 2025 yılının ikinci çeyreğinde, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre **%4,8** artış kaydetmiştir. Sektörel bazda GSYH'ye en büyük katkıyı zincirlenmiş hacim endeksi olarak **%10,9 büyüme** ile **İnşaat sektörü** sağlamıştır. İnşaat sektörünü, sırasıyla **%6,1** ile Sanayi ve **%5,6** ile Hizmetler sektörleri izlemiştir. Dış ticaret dengesi açısından, Haziran 2025'te ihracat **%7,9** artarken, ithalatın **%15,2** artması sonucu dış ticaret açığı **%38,8 artarak 8 milyar 173 milyon \$'a** yükselmiştir. Haziran ayında TÜFE yıllık enflasyonu **%35,05**, işsizlik oranı ise **%8,6** olarak gerçekleşmiştir.

İnşaat sektöründeki canlanmanın öncü göstergeleri, Yapı İstatistiklerine de yansımıştır. 2025 yılının II. çeyreğinde, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yapı ruhsatı verilen **daire sayısı %90,3**, toplam yüzölçümü ise **%61,8** artmıştır. Ruhsat verilen toplam yüzölçümün **%55,0'i konut alanı** olarak kaydedilmiştir. Yapı kullanma izin belgesi verilen daire sayısı ve yüzölçümü de sırasıyla **%44,3** ve **%30,2** oranlarında artmıştır. Konut satışları da güçlü bir performans sergilemiştir; Türkiye genelinde Haziran ayında konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre **%35,8 artarak 107 bin 723 adet** olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, ipotekli konut satışları (kredili satışlar) Eylül 2024 itibarıyla yükseliş eğilimine girmiş olup, Haziran 2025'te ortalama Konut Kredisi faiz oranı aylık bazda **%3,62'ye** yükselmiştir. Son olarak, **Hazır Beton Endeksi Faaliyet Endeksi** Haziran ayında eşik değerinin altına gerilemiş, Beklenti ve Güven Endekslerinin eşik değerinin altında kalması, sektördeki olumlu görünüme rağmen temkinli bir yaklaşıma işaret etmektedir.

SEKTÖRÜ DESTEKLEYEN UNSURLAR

- 1- **İştahlı Kentsel Dönüşüm Hacmi:** İç talebin temel direği olan kentsel dönüşüm, **2025-2030 dönemini kapsayacak şekilde** devletin özel finansman paketleri ve hızlandırılmış ruhsat süreçleri ile desteklenmektedir. Özellikle İstanbul, İzmir ve deprem bölgesinde hedeflenen yıllık milyonlarca bağımsız birimin yenilenmesi, çimento sektörü için ekonomik belirsizliğe karşı bağımsızlık sağlayan, **öngörülebilir ve garantili** bir talep zemini oluşturmaktadır.
- 2- **Yerli ve Yüksek Kaliteli Hammadde Tedarik Zinciri Entegrasyonu:** Çimento üretiminde kullanılan hammadde (kireçtaşı, kil, marn) kaynaklarının **fabrikaların hemen bitişiğinde** veya çok yakınında bulunması, sektörün **hammadde maliyetini döviz kurundan bağımsız** hale getirmektedir. Bu **tam dikey entegrasyon**, küresel jeopolitik risklerin tedarik zincirlerini aksattığı dönemlerde dahi Türkiye'deki üretimin kesintisiz ve güvenilir olmasını sağlamaktadır.
- 3- **Alternatif Yakıt Kullanımında Avrupa Liderliği:** Türk çimento sektörü, **Avrupa ortalamasının üzerinde** bir oranla (bazı tesislerde %50'yi aşan) atık ısı geri kazanımı (AIGK) ve endüstriyel atık, lastik ve biyokütle gibi **alternatif yakıtları (ATY)** kullanmaktadır. Bu strateji, enerji maliyetindeki yüksek volatilitayı **azaltan** ve sektörün fosil yakıt ithalatına olan bağımlılığını **keskin bir şekilde düşüren** operasyonel bir başarıdır.
- 4- **Düşük Karbonlu ve Özel Çimento Türlerine Artan Küresel Talep:** Sektör, Avrupa'daki çevresel baskılara paralel olarak, klinker oranını düşüren **CEM II/B-S** ve **CEM III** gibi yüksek performanslı ve düşük karbonlu çimento türlerinin üretimini artırmıştır. Bu ürünler, özellikle Kuzey Avrupa ve ABD'deki yeşil bina sertifikalı projelerden **yüksek marjlı** talep görerek, Türkiye'nin ihracat portföyünün katma değerini yükseltmektedir.
- 5- **Kamu Altyapı Yatırımlarında İştah Artışı: Demiryolu ve Enerji:** Otoyol projeleri yavaşlarken, Hükümetin orta vadeli programında **demiryolu ağlarını güçlendirme** ve nükleer enerji santralleri gibi **stratejik enerji altyapılarına** odaklanması, yüksek dayanım ve özel spesifikasyon gerektiren çimento talebini sağlamaktadır. Bu niş projeler, standart konut çimentosuna göre daha yüksek marjlı ürünlerin satışını desteklemektedir.
- 6- **Gelişmiş Lojistik Ağı:** Türkiye'nin Marmara, Ege, Akdeniz ve Karadeniz'deki çok sayıda limanı sayesinde, lojistik operasyonlar tek bir bölgeye veya limana bağımlı kalmamaktadır. Bu **çoklu liman ağı**, küresel navlun krizleri veya bölgesel aksaklıklarda (örn. Karadeniz'deki riskler) dahi ihracat rotasını hızla **değiştirme ve operasyonel sürekliliği koruma** esnekliği sağlamaktadır.
- 7- **Sektördeki Yoğun Dijitalleşme ve Yapay Zekâ Uygulamaları:** Birçok büyük üretici, üretim süreçlerinde **yapay zekâ (AI) tabanlı fırın optimizasyonu** ve **tahmine dayalı bakım (Predictive Maintenance)** sistemlerini uygulamaya koymuştur. Bu teknolojiler, hammadde ve yakıt dozajlarını hassaslaştırarak enerji tüketimini **%5'e varan oranlarda** düşürmekte ve plansız duruşları engelleyerek operasyonel verimliliği maksimize etmektedir.
- 8- **Global Müteahhitlik Firmaları ile Stratejik İlişkiler:** Dünyanın en büyük müteahhitlik firmalarına sahip olan Türkiye, bu firmaların Orta Asya, Körfez ve Afrika'daki şantiyelerine **stratejik iş ortaklıkları** çerçevesinde çimento tedarik etmektedir. Bu, sektör için uluslararası ihalelerden bağımsız, **doğrudan ve güvenceli** bir ihracat kanalı oluşturmakta ve marka bilinirliğini pekiştirmektedir.

SEKTÖRÜ BASKILAYAN UNSURLAR

- 1- **Enerji Maliyetlerindeki Artışlar:** Küresel jeopolitik riskler nedeniyle **doğalgaz ve petrokokun** uluslararası piyasa fiyatlarının zirvede seyretmesi, sektörün **%50'ye yaklaşan enerji maliyeti** payını yönetilemez hale getirmektedir. Alternatif yakıt kullanımına rağmen, kalan fosil yakıt ihtiyacının yüksek döviz kuru üzerinden karşılanması, **maliyet baskısını katlayarak** sektörün kâr marjlarını eritmeye devam etmektedir.
- 2- **SKDM'nin Yükümlülük Yaratması:** Avrupa Birliği'nin Sınırdaki Karbon Düzenlemesi Mekanizması'nın (SKDM) **2026 yılından itibaren finansal yükümlülükleri devreye alması**, Türk çimentosu için **ton başına yüzlerce Euro'luk** bir karbon vergisi potansiyeli yaratmaktadır. Bu, sektörün en prestijli ihracat pazarı olan AB'de rekabetçiliği **tamamen ortadan kaldırma** ve ihracat gelirlerini keskin bir düşüşle tehdit eden en büyük risktir.
- 3- **Sıkı Duruşun İç Piyasaya Etkisi:** TCMB'nin enflasyonla mücadele kapsamında uyguladığı **yüksek faiz politikası (yüksek seviyede devam eden politika faizi)** ve konut kredilerinin **%40'ları aşan maliyeti**, inşaat sektöründeki **yeni ruhsat başvurularını ve konut satışlarını tarihi dip seviyelere çekmiştir**. Kentsel dönüşüm dışındaki ticari ve bireysel inşaat pazarının bu çöküşü, sektörün genel kapasite kullanım oranını düşürmektedir.
- 4- **Küresel Pazarlarda Desteklenen Ülkeler:** Çin, Mısır, Vietnam ve Suudi Arabistan gibi ülkelerin **yeni, yüksek kapasiteli ve düşük maliyetli** (devlet sübvansiyonları ile desteklenen) çimento tesislerini devreye alması, küresel pazarda arz fazlası yaratmıştır. Bu durum, Türkiye'nin ihracat fiyatlarını uluslararası pazarda **aşağı çekerek** birim ihracat gelirlerinde ciddi kayıplara yol açmaktadır.
- 5- **Gemi Navlun ve Sigorta Maliyetlerindeki Artış:** Süveyş Kanalı ve Karadeniz'deki **jeopolitik istikrarsızlıklar** nedeniyle artan sigorta primleri ve gemi navlun maliyetleri, çimento gibi düşük birim değerli bir ürünün ihracatında kârlılığı tehdit etmektedir. Bu lojistik riskler, özellikle uzun mesafeli ihracat pazarlarında (Amerika) Türk çimentosunun **nihai fiyatını yükselterek** rekabet gücünü azaltmaktadır.
- 6- **Yüksek Rekabet:** İç talebin daralması sonucu **yüzde 30'ları bulan atıl kapasite**, firmaları pazarda kalmak için agresif ve **kâr marjlarını yok eden** fiyat indirimlerine zorlamaktadır. Bu durum, sektör genelinde finansal stresi artırmakta, şirketlerin bakım ve modernizasyon yatırımlarını **ertelemesine** neden olmaktadır.
- 7- **ESG Uyumu ve Maliyetler:** Avrupa Birliği'nin Endüstriyel Emisyonlar Direktifi'ne (IED) uyum için yapılması gereken **yüksek sermayeli** baca gazı arıtma, azot oksit (NOx) ve kükürt dioksit (SO₂) azaltma sistemleri yatırımları, firmaların borçluluk oranlarını artırmaktadır. Yüksek faiz ortamında bu yatırımların finansmanı, şirketlerin kısa vadeli likiditesini baskılamaktadır.
- 8- **Teknik Eleman Açığı ve Artan İşçilik Maliyetleri:** Çimento fırınları ve otomasyon sistemlerinin yönetimi için gereken **deneyimli elektrik, makine ve proses mühendislerinin** yurt dışına göç etmesi ve rekabetçi maaş talepleri, sektörde ciddi bir **nitelikli iş gücü açığı** yaratmaktadır. Aynı zamanda, yüksek enflasyon nedeniyle sürekli artan işçilik maliyetleri, enerji dışındaki operasyonel giderleri yükselten önemli bir faktördür.

SEKTÖRE YÖNELİK BEKLENTİLER

- 1- **İç Talepte Kentsel Dönüşümün Lokomotif Olması:** Yüksek faiz oranları ve sıkı para politikalarının devamı beklendiğinden, 2025'te özel sektörün konut ve ticari inşaat talebi **baskı altında kalmaya** devam edecektir. İç pazar tüketimi, büyük ölçüde Hükümetin hızlandırdığı **kentsel dönüşüm** ve deprem bölgelerindeki yeniden inşa projeleri ile **sınırlı** bir şekilde desteklenecektir. Genel iç tüketim hacminin, tarihi ortalamaların altında seyretmesi öngörülmektedir.
- 2- **Kapasite Kullanımında Düşük Seyir:** İç talepteki daralma ve yüksek kurulu kapasitenin birleşimi nedeniyle, sektörün **kapasite kullanım oranlarının düşük** (%65-70 bandında) kalması beklenmektedir. Düşük kullanım, sabit maliyetlerin birim üretime daha fazla yansımaya yol açarak, firmaların **birim maliyetlerini yükseltecek** ve karlılık baskısını artıracaktır. Bu durum, sektör içi fiyat rekabetini daha da keskinleştirebilir.
- 3- **SKDM Riskine Karşın İhracat Hacminin Korunması:** Avrupa Birliği'nin Sınırdaki Karbon Düzenlemesi Mekanizması'nın **finansal yükümlülüklerinin yaklaşmasına** rağmen, sektörün ihracat hacmini **koruması** beklenmektedir. Bu koruma, AB dışındaki pazarlara (özellikle **ABD** ve **Batı Afrika**) yapılan **klinker** ihracatı ve görece zayıf TL sayesinde mümkün olacaktır. İhracat, sektörün temel gelir ve döviz kaynağı olarak kalmaya devam edecektir.
- 4- **Düşük Karbonlu Ürünlere Geçişin Hızlanması:** Küresel karbon düzenlemelerine uyum sağlamak ve SKDM riskini azaltmak amacıyla, firmalar klinker ikame oranı yüksek olan **düşük karbonlu çimento (CEM II, CEM III)** türlerinin üretimini ve satışını zorunlu olarak artıracaktır. Bu stratejik geçiş, sektörün uzun vadede çevresel maliyetlerini düşürme ve uluslararası ihalelerde rekabet avantajı elde etme yoludur.
- 5- **Alternatif Yakıt Odaklılık:** Doğal gaz ve petrokok gibi ana enerji girdilerinin küresel piyasalardaki jeopolitik riskler nedeniyle **yüksek ve dalgalı seyretmeye** devam etmesi tahmin edilmektedir. Bu nedenle, sektör firmaları, operasyonel maliyet baskısını hafifletmek için **atık ısı geri kazanımı (AIGK)** ve **alternatif yakıt** kullanım oranlarını rekor seviyelere çıkarmak zorunda kalacaktır. Enerji verimliliği, hayatta kalmanın anahtarı olacaktır.
- 6- **Yatırımların Verimlilik ve Çevre Uyumuna Yönelmesi:** Sermaye harcamaları, yüksek faiz ortamında yeni kapasite artışından ziyade, mevcut tesislerin **enerji verimliliğini** artırmaya, **dijitalleşmeye** ve zorunlu **çevresel mevzuatlara (emisyon azaltımı)** uyum sağlamaya odaklanacaktır. Karbon Yakalama ve Depolama (CCS) gibi büyük yeşil dönüşüm projeleri ise yüksek maliyetleri nedeniyle henüz yaygınlaşmayabilir.
- 7- **Bölgesel Fiyat Farklarını Derinleşmesi:** Karayolu taşımacılığına bağımlılık, yüksek akaryakıt fiyatları ve artan navlun/sigorta primleri, **lojistik maliyetlerini** yüksek tutacaktır. Bu durum, fabrikalara uzak bölgelerde çimento fiyatlarının daha hızlı artmasına ve iç pazarda **bölgesel fiyat farklılıklarının** daha da belirginleşmesine neden olacaktır.
- 8- **Global Rekabet:** Mısır, Suudi Arabistan ve Vietnam gibi devlet destekli, düşük maliyetli küresel rakiplerin kapasite artışı, uluslararası pazarlarda Türkiye çimentosu üzerindeki **fiyat baskısını** artıracaktır. Türk firmaları, pazar payını korumak için sadece fiyatla değil, aynı zamanda **ürün kalitesi, lojistik güvenilirlik ve düşük karbonlu ürünler** sunarak rekabet etmek zorunda kalacaktır.



Afyon Çimento - AL

Temiz fabrika ile güçlü faaliyetler

Afyon Çimento, Afyonkarahisar ilinde 1954 yılında kurulmuş olup, CİMSA tarafından yönetilmektedir. 1954 yılında kurulan şirketin tesisleri 1957 tarihinde faaliyete sunulmuştur. Eski fabrika modern teknolojilerle donatılarak şehir dışında yeniden kurulması amacıyla çalışmalar başlatılmış ve Nisan 2017'den itibaren üretim ve satış faaliyetlerine başlanmıştır. Afyon Çimento'nun 2012 yılında PARCIS S.A.S'in %51 hissesi CİMSA tarafından satın alınmasıyla birlikte, şirket CİMSA iştiraki olarak faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedir.

2.çeyrekte duruş vardı. Şirket özelinde 2.çeyrek duruş çeyreği olarak karşımıza çıktı. Planlanmamış ve işin sonunda kıymet kazanan bakım şirketin 2.çeyrekte faaliyetlerinin yaklaşık 50 gün süreyle durmasına neden oldu. Burada şirket faaliyetlerini stok ve düşük fiyatlı satışlarla sürdürdü diyebiliriz.

Kratos yeni bir alan kazandırabilir. Kordsa'nın zorlu koşulları doğrultusunda Afyon Çimento tarafından satın alınan inşaat çözümleri iş modeli 10 milyon dolarlık nakit çıkışına sebebiyet verecekmiş gibi görünse de **2026 2.çeyrek itibariyle** net nette Kratos'tan ilave kârlılık ve marj kazanımı şirketin faaliyet alanı olması nedeniyle kazanılabilir.

Afyon Çimento özelinde:

i) Bölgedeki zorlu fiyatlandırma davranışlarından olumlu ayrışma, ii) Yüksek kapasite kullanım oranı, iii) Güçlü nakit pozisyonu, iv) Yeni modernize edilmiş fabrika faktörü, v) CİMSA operasyonlarında yer edinim, vi) Uzun süreli tecrübe destek unsuru olarak takip edilmektedir.

Risk unsuru olarak: i) Enflasyon altı bileşik fiyatlandırmanın sürmesi, ii) 2025 yılında süre gelen duruş, iii) Ani makroekonomik şok, iv) Kratos'un beklenen faydayı yansıtamaması risk unsuru olarak takip edilmektedir.

Bu veriler ışığında Afyon Çimento özelinde 19,64 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren ulaşabilirsiniz

18 Kasım 2025

Son Fiyat	13,05
HEDEF FİYAT	19,64
POTANSİYEL	%50,5
TAVSİYE	AL
Piyasa Değeri (mln TL)	5.220
Piyasa Değeri (mln \$)	124
F/K	21,52
FD/FAVÖK	6,13
PD/DD	0,73
Hisse Sayısı (mln lot)	400
FDPO (%)	48,58
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	105

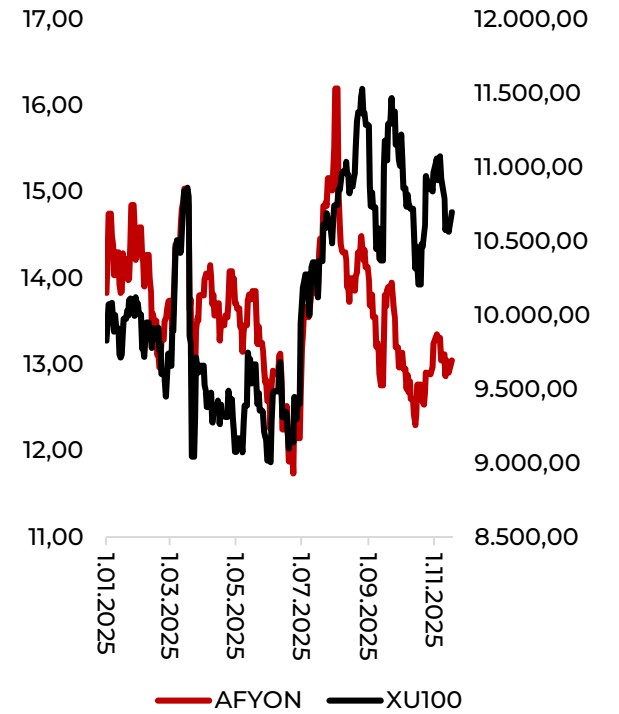
FİYAT

PERFORMANSI

(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-1,30	-3,98	-21,08
XTAST'A GÖRE	3,61	1,97	-14,42
Nominal (TL)	2,19	-6,79	-8,56
Nominal (USD)	1,20	-10,29	-31,01

ORTAKLIK YAPISI

	%
CİMSA	51
DİĞER	49





ŞİRKET TEMASI

Afyon Çimento, Afyonkarahisar ilinde 1954 yılında kurulmuş olup CIMSA tarafından yönetilmektedir. 1954 yılında kurulan şirketin tesisleri 1957 tarihinde faaliyete sunulmuştur. Eski fabrika modern teknolojilerle donatılarak şehir dışında yeniden kurulması amacıyla çalışmalar başlanılmış ve Nisan 2017'den itibaren üretim ve satış faaliyetlerine başlanılmıştır. Afyon Çimento'nun 2012 yılında PARCIS S.A.S'in %51 hissesi CIMSA tarafından satın alınmasıyla birlikte CIMSA iştiraki olarak faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedir.

85 bin ton kapasiteli fabrika ile faaliyetlerine başlayan Afyon Çimento, 1965 yılında yarı yaş sisteme dönüşüm ile klinker üretim kapasitesi 160 bin tona ulaşmıştır. 1966 yılındaki yarı yaş 2.fabrika ile 400 bin tona ulaşmıştır.

2014 yılında 170 milyon dolarlık modernizasyon ile fabrika yeniden kuruldu. Yeni üretim tesisi Afyon ili Halımoru köyünde 1,5 milyon ton/klinker kapasiteli olarak planlanmıştır. 2017 yılında inşaata başlanmış ve yine aynı yıl üretim ve satış faaliyetlerine başlanılmıştır. Yeni fabrikanın başlaması ile eski fabrikanın faaliyetlerine son verilmiştir.

Afyon şehir merkezine 15 kilometre uzaklıkta CIMSA'nın mevcut hammadde ocağı üzerinde, Halımoru köyünde yeni fabrika yerleşkesi kurulmuştur. 500 bin ton olan klinker kapasitesi 1,5 milyon tona ulaşmıştır.

Üretimler bakımından:

- **Çimsa Master Power**, duvar sıvası ve şap betonları gibi özel uygulamalar için geliştirilmiş bir çimento türüdür. Düşük büzülme özelliği sayesinde çatlak oluşumunu azaltır ve geri dönüştürülmüş içeriği ile çevre dostu bir üründür.
- **Çimsa Izo Power 42,5**, portland kalkerli çimento türüdür ve hem hazır beton hem de yapı kimyasalları gibi çeşitli uygulamalar için uygundur. Portland çimentosuna eşdeğer dayanım ve dayanıklılık sunarken, içeriğindeki kalker sayesinde daha iyi işlenebilirlik ve daha düşük karbon emisyonu sağlar. Bu özellikleriyle sürdürülebilir inşaat projeleri için ideal bir seçenek sunar.
- **Çimsa Resistant LA**, yüksek sülfat ve klor dayanımı gerektiren özel projeler için tasarlanmış, düşük alkali içerikli bir çimentodur. Bu sayede, agresif kimyasal ortamlarda betonun ömrünü uzatır ve durabilitesini artırır.
- **Çimsa Rapid 42,5**, özel olarak erken yüksek dayanım aranan beton uygulamaları için üretilmiş bir çimento türüdür. Bu özelliği sayesinde, betonun kalıp alma süresini kısaltarak inşaat projelerinde zamandan tasarruf sağlar ve hızlı ilerleme imkanı sunar.

Duvar sıvalarında ve şap uygulamalarında kullanılan Çimsa Master Power, özellikle iç ve dış mekanlarda pürüzsüz ve sağlam yüzeyler oluşturmak için ideal bir seçenektir. Düşük büzülme özelliği sayesinde, duvarlarda ve zeminlerde sıva ve şapın kuruma aşamasında oluşabilecek çatlakların önüne geçer. Bu durum, hem estetik açıdan daha iyi bir sonuç verir hem de malzemenin dayanımını artırır.

Çimsa Izo Power 42,5, çok yönlü bir çimento olarak hem hazır beton santrallerinde hem de yapı kimyasalı üretiminde geniş bir kullanım alanına sahiptir. Yüksek dayanımı ve iyi işlenebilirliği sayesinde, bina temellerinden kolonlara, döşemelerden kirişlere kadar birçok yapısal elemanın üretiminde tercih edilir. Aynı zamanda, yapııştırıcılar ve tamir harçları gibi yapı kimyasallarının temel bileşeni olarak da öne çıkar.



Hazır beton uygulamalarında, Çimsa Izo Power 42,5'un en önemli avantajlarından biri, betonun pompalanması ve yerleştirilmesi sırasında kolaylık sağlamasıdır. Bu sayede, inşaat sahasında işçilikten ve zamandan tasarruf edilir. Ayrıca, sürdürülebilir bir ürün olması nedeniyle, yeşil bina sertifikalı projelerde tercih edilen bir malzemedir.

Çimsa Resistant LA, yeraltı suyunun sülfat veya klor içerdiği agresif kimyasal ortamlarda kritik bir rol oynar. Özellikle limanlar, iskeleler, kanalizasyon sistemleri, arıtma tesisleri ve deniz yapıları gibi özel projelerde tercih edilir. Bu çimento, betonun bu tür kimyasal etkilere karşı direncini artırarak yapının ömrünü ciddi şekilde uzatır.

Agresif kimyasal ortamlarda betonun maruz kaldığı sülfat ve klor, zamanla betonda bozulmalara ve çatlaklara yol açabilir. Çimsa Resistant LA'nın düşük alkali içeriği ve özel bileşimi, bu kimyasalların betonla reaksiyona girmesini engeller. Böylece, yapının dayanıklılığı ve güvenliği uzun yıllar boyunca korunur.

Çimsa Rapid 42,5, inşaat projelerinde zamanın kritik olduğu durumlarda vazgeçilmez bir malzemedir. Soğuk hava koşullarında yapılan beton dökümlerinde veya kalıpların kısa sürede alınmasının gerektiği durumlarda kullanılır. Erken yüksek dayanım özelliği sayesinde, betonun prizini alması ve yeterli mukavemete ulaşması çok daha hızlı gerçekleşir.

Özellikle endüstriyel zeminler, prefabrik elemanların üretimi ve yol yapımı gibi hızlı ilerlemenin şart olduğu projelerde Çimsa Rapid 42,5 büyük avantaj sağlar. Betonun hızla sertleşmesi, inşaat sürecini hızlandırır, iş programlarının aksamasını önler ve genel maliyetleri düşürmeye yardımcı olur.

Prefabrik elemanların üretiminde Çimsa Rapid 42,5 kullanılması, kalıp bekleme sürelerini önemli ölçüde kısaltır. Bu sayede, üretim kapasitesi artar ve fabrika verimliliği yükselir. Üretilen elemanların şantiyeye sevk edilmesi ve montajı daha kısa sürede gerçekleştirilebilir.

Çimsa Master Power'ın bir diğer kullanım alanı da seramik ve fayans yapıştırıcılarıdır. İçeriğindeki ince dolgu malzemeleri sayesinde, bu tür harçların daha iyi yapışma sağlamasına ve daha az su çekmesine katkıda bulunur. Bu durum, seramik ve fayans uygulamalarında daha sağlam ve uzun ömürlü bir sonuç elde edilmesini sağlar.

Son olarak, bu dört çimento türü, farklı ihtiyaçlara yönelik özel çözümler sunar. Master Power sıva ve şapta, Izo Power 42,5 genel amaçlı hazır betonda, Resistant LA agresif kimyasal ortamlarda, Rapid 42,5 ise hızlı ilerleme gerektiren projelerde tercih edilerek inşaat sektöründeki geniş bir yelpazeye hitap eder. Bu çeşitlilik, projelerin özelliklerine göre en uygun malzemenin seçilmesine olanak tanır.



BİLANÇO ANALİZİ – HATIRLATMA

Afyon Çimento, 2025 3.çeyrekte **1,05 milyar TL hasılat, 349 milyon TL FAVÖK ve 78 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı.**

2.çeyrekte duruş vardı. Şirket özelinde 2.çeyrek duruş çeyreği olarak karşımıza çıktı. Planlanmamış ve işin sonunda kıymet kazanan bakım, şirketin 2.çeyrekte faaliyetlerinin yaklaşık 50 gün süreyle durmasına neden oldu. Burada şirket faaliyetlerini stok ve düşük fiyatlı satışlarla sürdürdü diyebiliriz.

3.çeyrekte normal haline geri döndü. Şirket, fabrikanın tekrardan çalışır hale gelmesinin ardından yüksek kapasite kullanım oranlı haline geri dönerek, gri çimentoda net nette ayrışan ve bölge fiyatlamasında da görece ön plana gelen bir şirket olarak karşımıza çıkmaya devam etti. 3.çeyrekte hasılat %10,32 oranında daralmayla 1,05 milyar TL olurken, son 4 çeyreğin en iyi hasılatı bu çeyrekte kaydedildi. **Ekim ayı itibariyle yapılan fiyatlama davranışları doğrultusunda 4. Çeyrekte ivmenin yukarı yönlü devam edeceğini değerlendiriyoruz.**

Marjlar gerçek haline döndü. Şirketin satış ve yönetim becerisiyle birlikte brüt kâr marjı çeyreklik 559 baz puan artış yıllık (2.çeyrek kaynaklı) 780 baz puan düşüşle %16,58; FAVÖK marjı çeyreklik 514 baz puan artış yıllık (2.çeyrek kaynaklı) 617 baz puan düşüşle %25,48 seviyesinde gerçekleşti. **Bu seneyi şirketin %17 brüt kâr marjı ve %25-26 aralığında FAVÖK marjı ile tamamlamasını bekliyoruz. Önümüzdeki yıl tekrardan %24 brüt kar, %30 FAVÖK marjına yönelmesi beklenebilir. Fiyatlamaya yönelik süreçlerde ek katkı veriyor olacaktır.**

Kratos yeni bir alan kazandırabilir. Kordsa'nın zorlu koşulları doğrultusunda Afyon Çimento tarafından satın alınan inşaat çözümleri iş modeli 10 milyon dolarlık nakit çıkışına sebebiyet verecekmiş gibi görünse de 2026'nın 2.çeyreğinden itibaren Kratos kaynaklı ilave kârlılık ve marj artışının, faaliyet alanının genişlemesi sayesinde geri kazanılabileceği öngörülmüyor.

AFYON özelinde normal faaliyet temposuna geri dönüş nedeniyle finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Şirket bulunduğu sektörde zorlu koşullara ve kendisinin bu sene yaşadığı gelişmelere rağmen güçlü ve sürdürülebilir marjlarla yoluna devam ettiğini belirtmek isteriz.

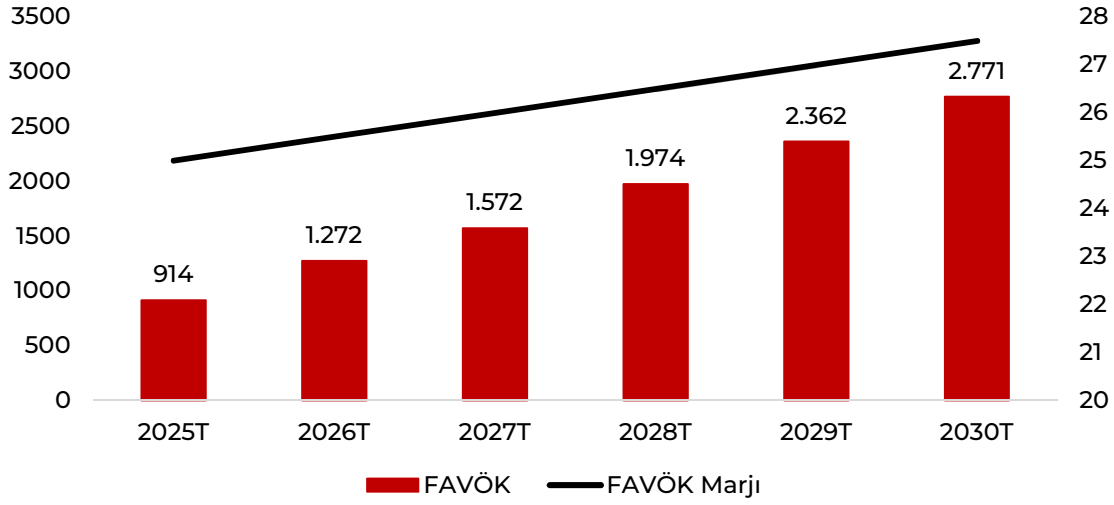


GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

Afyon Çimento, görece yüksek kapasite kullanım oranları ve Ege bölgesinde en iyi fiyatlama aksiyonları ile pozitif ayrışmaya devam etmektedir. Bu sene özelinde plan dışı yaklaşık **50 günlük duruş marjları yıllık bazda daraltmış** olsa da hızlıca geri kazanımın gerçekleşmesini bekliyoruz.

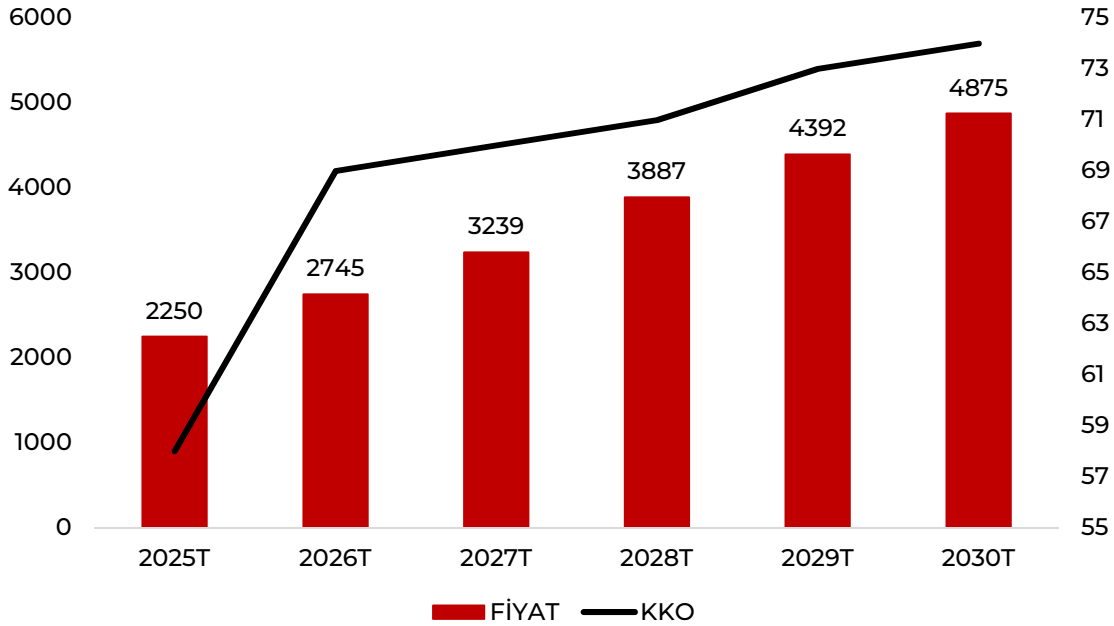
Operasyonel kârlılık anlamında kademeli iyileşmeyi gözetiyoruz. Bu seneyi **%25 ile kapatacağını değerlendirerek birlikte 2030 yılında %27,5 FAVÖK marjına ulaşacağını** hesaplıyoruz

Grafik 1: Afyon FAVÖK ve FAVÖK Marjı (seviye, %, TL)



Bölge bazlı fiyat davranışları kaynaklı **enflasyonun altında bileşik fiyat artışlarının gerçekleşeceğini** değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda fiyat tahminlerimiz şu şekildedir:

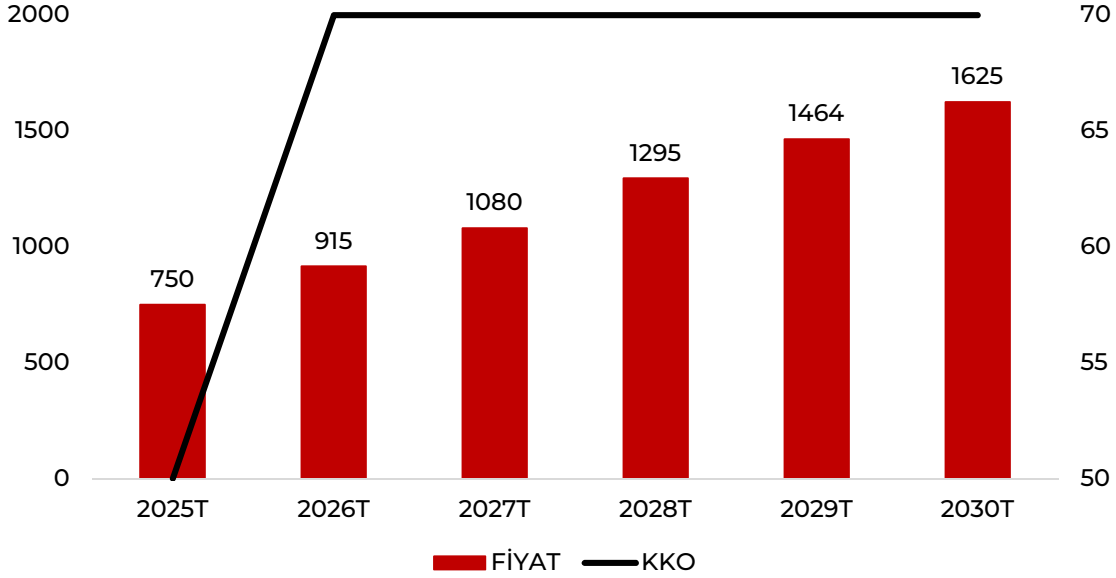
Grafik 2: Afyon Ortalama Fiyatlar ve KKO (seviye, %, ton başına TL)





Kratos yeni bir alan kazandırabilir. Kordsa'nın zorlu koşulları doğrultusunda Afyon Çimento tarafından satın alınan inşaat çözümleri iş modeli 10 milyon dolarlık nakit çıkışına sebebiyet verecekmiş gibi görünse de **2026 2.çeyrek itibariyle net nette** Kratos'tan ilave karlılık ve marj kazanımı şirketin alanı olması nedeniyle kazanılabilir. Metreküp bazlı değerlendirmeler yaptığımızda **500 bin ton/yıl** kapasiteye sahip bir yapı oluştuğunu hesaplıyoruz.

Grafik 3: Kratos Ortalama Fiyatlar ve KKO (seviye, %, ton başına TL)



Afyon Çimento özelinde:

- Bölgedeki zorlu fiyatlandırma davranışlarından olumlu ayrışma,
- Yüksek kapasite kullanım oranı,
- Güçlü nakit pozisyonu,
- Yeni modernize edilmiş fabrika faktörü,
- CİMSA operasyonlarında yer edinim,
- Uzun süreli tecrübe destek unsuru olarak takip edilmektedir.

Risk unsuru olarak:

- Enflasyon altı bileşik fiyatlandırmanın sürmesi,
- 2025 yılında süre gelen duruş,
- Ani makroekonomik şok,
- Kratos'un beklenen faydayı yansıtamaması risk unsuru olarak takip edilmektedir.

Bu veriler ışığında Afyon Çimento özelinde 19,64 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Değerlemeye bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz



DEĞERLEME

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
KAPASİTE						
AFYON						
FABRİKA	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
KRATOS	0	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
KAPASİTE						
TOPLAM	1.500.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
KKO						
AFYON						
FABRİKA KKO	975.000	1.020.000	1.050.000	1.080.000	1.125.000	1.170.000
%	65%	68%	70%	72%	75%	78%
KRATOS KKO	0	350.000	350.000	350.000	350.000	350.000
%	50%	70%	70%	70%	70%	70%
GELİR						
AFYON FİYAT	3.750	4.575	5.398	6.478	7.320	8.125
AFYON GELİR	3.656.250.000	4.666.449.000	5.668.310.550	6.996.260.736	8.235.125.658	9.506.570.560
KRATOS FİYAT	750	915	1.080	1.295	1.464	1.625
KRATOS GELİR	-	320.232.500	377.856.850	453.410.720	512.336.614	568.676.141
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
AFYON TOPLAM	3.656.250.000	4.986.681.500	6.046.167.400	7.449.671.456	8.747.462.272	10.075.246.701
BÜYÜME		36,39%	21,25%	23,21%	17,42%	15,18%

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
AFYON						
Satışlar	3.656.250.000	4.986.681.500	6.046.167.400	7.449.671.456	8.747.462.272	10.075.246.701
%	12,8%	36,4%	21,2%	23,2%	17,4%	15,2%
EBIT	420.468.750	772.935.633	1.027.848.458	1.378.189.219	1.749.492.454	2.166.178.041
%	11,5%	15,5%	17,0%	18,5%	20,0%	21,5%
NOPAT	315.351.563	579.701.724	770.886.344	1.033.641.915	1.312.119.341	1.624.633.530
Amortisman(+)	493.593.750	498.668.150	544.155.066	595.973.716	612.322.359	604.514.802
Net İşletme Sermayesi						
Değişimi(-)	151.049.645	114.571.543	90.151.742	113.277.396	122.331.046	119.786.897
Yatırım Harcamaları	-438.750.000	-199.467.260	-241.846.696	-297.986.858	-349.898.491	-403.009.868
Serbest Nakit Akışı	219.145.667	764.331.071	983.042.971	1.218.351.377	1.452.212.163	1.706.351.568
İndirgenmiş Nakit Akışı	200.598.763	590.362.469	624.362.246	588.189.024	688.997.112	730.394.332
İskonto Faktörü	0,92	0,77	0,64	0,48	0,47	0,43

HEDEF FİYAT	19,64
S.N.A Toplam	3.422.903.946
Artık Değer	3.811.423.651
ENT.VALUE	7.234.327.597
Toplam Borç	-622.239.273
Azınlık Payı	0
EQUİTY VALUE	7.856.566.870
Sermaye	400.000.000

HİSSE KAPANIŞ
POTANSİYEL 13,05
50,5%

Terminal değer	10.551.168.790
Son yıl s.nakit akışı	1.706.351.568
%g	2,0%
%r	18,5%
İnd.terminal değer	3.811.423.651



	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Risksiz Faiz Oranı	45,0%	38,0%	25,0%	21,0%	23,0%	16,0%	14,0%
ERP	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Özsermaye Oranı	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
Borç Oranı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Özsermaye Maliyeti	49,6%	42,6%	29,6%	25,6%	27,6%	20,6%	18,6%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	46,5%	39,5%	26,5%	22,5%	24,5%	17,5%	15,5%
AOSM	49,4%	42,4%	29,5%	25,5%	27,5%	20,5%	18,5%

Marj	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
FAVÖK(%)	25,0%	25,5%	26,0%	26,5%	27,0%	27,5%



Çimsa Çimento - AL

Türkiye'nin küresel oyuncusu

Türk sanayisinin önde gelen ve köklü kuruluşları arasında yer alan Çimsa, 1972 yılında kurulmuştur. Şirket, 30.09.2025 tarihi itibarıyla Mersin, Eskişehir ve Afyonkarahisar'da bulunan 3 entegre fabrikasıyla yurt içi faaliyetlerini sürdürmektedir. Ana hissedarı **Sabancı Holding** ile birlikte uluslararası alandaki gücünü pekiştirerek, küresel bir yapı malzemeleri oyuncusu olma hedefini taşımaktadır.

Makro çerçeve 2025 yılının geçiş yılı olduğunu gösteriyor. Şirket, bu yılı net bir görece Mannok desteğiyle hacmen büyüdüğü ve baz kaynaklı marjların normalizasyona doğru hazırlandığı bir geçiş yılı olarak gösteriyor. Sektörde %5 gibi sınırlı büyüme varken, Çimsa konsolide %17 büyüyerek sektörden bu geçiş yılında da ayrılmayı sürdürdü.

Yatırım yapan bir şirket için borç rasyolarını olağan karşılıyor. Finansal değerlendirmede de anlattığımız üzere **Net Borç/FAVÖK** rasyosu 3 bandında var olsa da önümüzdeki dönemde şirketin rasyolarının yatırım yapıldıkça normal seviyelere çekileceğini belirtmek isteriz.

Çimsa Çimento özelinde: i) Küresel kaynaklı enflasyon üzeri gelir büyümesi, ii) Yüksek kapasite kullanım oranı, iii) Yatırımlara rağmen düşük **Net Borç/FAVÖK** rasyosu, iv) AFYON'da iştahlı faktör, v) CİMSA imajı, vi) İletişim becerisi, vii) Defansif bir hisse senedi oluşu, viii) Hem küresel hem yerel oyuncu olması, ix) Deprem bölgesi ve kentsel dönüşümden yararlanma destek unsuru olarak takip edilmektedir.

Risk unsuru olarak: i) Ani makroekonomik şok, ii) Kratos'un beklenen faydayı AFYON'da yansıtamaması, iii) Yatırımlarda beklenmedik gecikme, iv) Küresel faaliyetlerde yaşanabilecek sıkıntılar, v) SKDM'ye yönelik aksiyonların gecikmesi, vi) Deprem bölgesindeki aşırı rekabet risk unsuru olarak takip edilmektedir.

Bu veriler ışığında Çimsa Çimento özelinde 62,51 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi başlatıyoruz.

Değerlemeye bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz

18 Kasım 2025

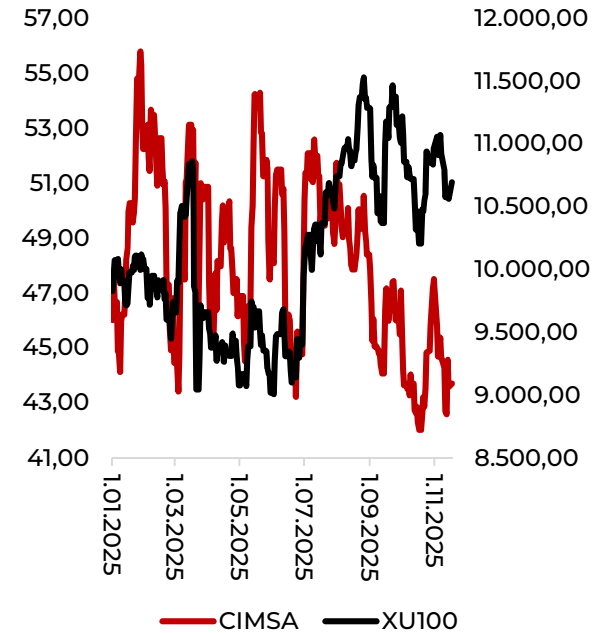
Son Fiyat	43,72
HEDEF FİYAT	62,51
POTANSİYEL	%43
TAVSİYE	AL
Piyasa Değeri (mİn TL)	41.341
Piyasa Değeri (mİn \$)	980
F/K	38,98
FD/FAVÖK	10,99
PD/DD	1,29
Hisse Sayısı (mİn lot)	946
FDPO (%)	45,03
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	553

FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	0,55	-5,85	2,21
XTAST'A GÖRE	5,46	0,10	8,88
Nominal (TL)	4,05	-8,65	14,74
Nominal (USD)	3,06	-12,16	-7,71

ORTAKLIK YAPISI

	%
SAHOL	54,54
CİMSA	8,98
DİĞER	36,48





ŞİRKET TEMASI

Türk sanayisinin önde gelen ve köklü kuruluşları arasında yer alan Çimsa, 1972 yılında kurulmuştur. Şirket, 30.09.2025 tarihi itibarıyla Mersin, Eskişehir ve Afyonkarahisar'da bulunan 3 entegre fabrikasıyla yurt içi faaliyetlerini sürdürmektedir. Ana hissedarı **Sabancı Holding** ile birlikte uluslararası alandaki gücünü pekiştirerek, küresel bir yapı malzemeleri oyuncusu olma hedefini taşımaktadır.

Çimsa, özellikle **beyaz çimento** alanında dünyanın ilk üç markasından biri olarak sektördeki farklılaşmasını sağlamıştır. Gri çimentonun yanı sıra, ürettiği beyaz çimento ve **kalsiyum alüminat çimentosu (CAC)** gibi özel ürünlerle inovasyon konusunda Türk çimento ve yapı malzemeleri sektörüne öncülük etmektedir. Bu özel ürün yelpazesi, şirketin katma değerli pazarlarda rekabet gücünü artırmaktadır.

Şirket, 1988 yılında Adana'da faaliyete başlayan **Hazır Beton** tesisiyle, yaygın ve güçlü bir dağıtım ağına sahiptir. Pazar odaklı yaklaşımı sayesinde müşterilerinin ürün ve hizmet ihtiyaçlarını eksiksiz ve zamanında karşılamayı taahhüt ederken, paydaşlarının güvenilir bir iş ortağı olarak gelecek nesillere uzanacak yaşam alanları ve altyapıları için gerekli malzemeleri sağlamaktadır.

Çimsa, gelecekteki büyümesini ve gelişimini, "Çimentodan Yapı Malzemelerine", "Yerelden Küresele" ve "Gri'den Yeşile" olarak tanımladığı üç ana stratejik ayak üzerine kurmuştur. Bu dönüşüm stratejisi, şirketin yalnızca çimento üreticisi olmaktan çıkıp, daha geniş bir yelpazedeki yapı malzemeleri oyuncusuna dönüşme vizyonunu yansıtmaktadır.

Dönüşüm stratejisinin en somut adımlarından biri, 2 Ekim 2024 tarihinde Avrupa'nın önde gelen yapı malzemeleri üreticilerinden **İrlanda merkezli Mannok Holdings DAC** hisselerinin %94,7'sinin satın alınmasıdır. Bu satın alım ile Çimsa, çimento dışındaki çimento bazlı ürünler (kredit, prekast), yalıtım malzemeleri ve geri dönüştürülmüş plastik ambalaj gibi yeni iş kollarına girerek hem coğrafi hem de sektörel çeşitlenmeyi hedeflemiştir.

Sabancı Yapı Malzemeleri Grubu'nun bir üyesi olan Çimsa, işletmenin gelecekteki gelişimine yönelik öngörülerini **senaryo-temelli stratejik planlama** süreciyle zenginleştirmektedir. Bu yaklaşım, şirketin tek bir öngörülen geleceğe bağlı kalmak yerine, olası gelecek senaryolarına karşı esneklik ve hazırlık sağlamasına olanak tanıyarak kârlı büyümeyi gelecekte de sürdürme hedefine hizmet etmektedir.

Çimsa'nın üretim birimleri, farklı çimento türlerini üretebilecek kapasiteye sahiptir. Mersin Fabrikası gri, beyaz ve CAC klinker/çimentosu üretimiyle öne çıkarken, Eskişehir Fabrikası gri ve beyaz klinkeri dönüşümlü üretebilmektedir. 2017'de faaliyete başlayan modern Afyon Fabrikası ise yüksek klinker ve çimento üretim kapasitesiyle yurt içi gücü tamamlamaktadır.

Çimsa, uluslararası faaliyetlerini ana hissedarı ile birlikte kurduğu ve hâlihazırda %68,31 oranında iştirak ettiği Hollanda merkezli **Cimsa Building Solutions B.V. (CBS B.V.)** çatısı altında toplamıştır. Bu yapılanma ile İspanya (Buñol Fabrikası), ABD (Houston öğütme tesisi), Almanya ve İtalya (terminaller) gibi önemli pazarlara doğrudan erişim sağlamıştır.

Çimsa, İspanya'daki Buñol fabrikası ve Sevilla terminali ile Avrupa, Afrika ve Amerika pazarlarına, Almanya'daki iştiraki ile Kuzey ve Batı Avrupa'nın önemli beyaz ve kalsiyum alüminat çimento pazarlarına ulaşmaktadır. Ayrıca, ABD Houston limanındaki öğütme tesisi ile Kuzey Amerika beyaz ve gri çimento pazarında yerleşik bir oyuncu hâline gelerek global ayak izini sürekli genişletmektedir.



Çimsa, yapı malzemeleri alanında küresel lider oyuncu olma stratejisi doğrultusunda, CBS B.V.'nin bağlı ortaklığı olarak Almanya Münih'te **Sabancı Global Technology Center Gmbh (SGTC)** şirketini kurmuştur. SGTC, başta CAC olmak üzere diğer yapı malzemeleri alanında Ar-Ge faaliyetleri ve inovatif teknolojiler üzerine çalışmalar gerçekleştirerek, şirketin özel ürünler ve geleceğin yapı malzemeleri konusundaki liderliğini desteklemektedir.

Çimsa'nın yurt içi üretim gücü, entegre fabrika ve hazır beton operasyonlarının birleşimiyle oluşmaktadır. **Mersin Fabrikası**, şirketin en yüksek çeşitliliğe sahip tesisidir. Yıllık **1,3 milyon ton gri klinker**, **1,28 milyon ton beyaz klinker** ve 2023 yatırımları sonrasında ulaşılan **131 bin ton kalsiyum alüminat klinker (CAC)** kapasitesiyle özel ürünlerdeki liderliğini pekiştirir. **Eskişehir Fabrikası** ise **750.000 ton/yıl gri klinker** ve 2021 iyileştirmesiyle artırılan **500.000 ton/yıl beyaz klinker** dönüşümlü üretim kapasitesine sahiptir; ayrıca **1.050.000 ton/yıl** kapasiteli Dik Çimento Değirmeni ile desteklenir. **Afyon Fabrikası**, yüksek kapasiteye odaklanarak **1.500.000 ton/yıl çimento** üretmektedir. Bu entegre gücün yanı sıra, Çimsa Hazır Beton operasyonları, **153 transmikser**, **54 mobil** ve **2 sabit pompa** ile yaygın bir dağıtım ağına hizmet vermektedir.

Çimsa'nın uluslararası alanda gücünü temsil eden en önemli üretim tesisi, İspanya'da yer alan **Buñol Fabrikası** olup, yıllık **750 bin ton** beyaz çimento üretimi kapasitesine sahiptir. Avrupa'daki dağıtım ağı ise stratejik terminallerle güçlendirilmiştir: İspanya'da **5.000 tonluk Sevilla terminali**, Almanya'daki **9.000 ton kapasiteli** dökme çimento silosu ve İtalya Trieste Limanı'nda bulunan, **dört adet 5.000 tonluk** siloya sahip terminal (toplam **20.000 ton**) bu ağın önemli parçalarıdır. 2024'te gerçekleşen **Mannok Holdings DAC** satın alımıyla Avrupa'daki kapasite yelpazesi büyük ölçüde genişlemiştir. Mannok, yıllık **1,2 milyon ton klinker** ve **1,3 milyon ton gri çimento** kapasitesinin yanı sıra, prekast (**145.000 m² beton panel**), gaz beton (**9,5 milyon blok**), kiremit (**12 milyon adet/yıl**) ve izolasyon malzemeleri (PIR/EPS tesislerinde sırasıyla **800.000 m³/yıl** ve **40.000 m³/yıl**) gibi çok çeşitli yapı malzemeleri üretim kapasitelerini Çimsa'nın bünyesine katmıştır.

Avrupa dışındaki küresel ayak izini genişletme stratejisinin parçası olarak, Çimsa ABD pazarında önemli bir konuma sahiptir. Houston Limanı'nda bulunan **Çimsa Americas** tesisi, Türkiye'den gelen beyaz klinkerin öğütülerek pazara sunulduğu bir merkezdir. Bu tesis, Ekim 2025'te devreye alınan yıllık ortalama **600 bin ton** öğütme kapasiteli **gri çimento öğütme tesisini** de içerecek şekilde genişletilmiştir. Son olarak, Akdeniz'deki stratejik bir stoklama noktası olan Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti Gazimağusa Serbest Bölgesi'ndeki terminal, **5.000 ton** gri çimento stoklama kapasitesiyle bölge pazarına hizmet vermektedir.



BİLANÇO ANALİZİ - HATIRLATMA

Çimsa Çimento, 2025 3.çeyrekte 11,24 milyar TL hasılat, 2,38 milyar TL FAVÖK ve 1,27 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı.

Sektörden daha iyimser sonuçlar var. Türk Çimento verileri doğrultusunda sektör ilk 7 ayda iç pazarda %5 büyürken, OAİB verilerine göre ihracat %21,1 artmıştır. Şirket, bu verilerden daha iyimser olacak şekilde **satış hacmini konsolide %30,1 oranında artırmış olup, burada özellikle 1260 baz puanlık katkı Mannok'tan kaynaklanmaktadır.** Şirketin önümüzdeki dönemde Türkiye'nin küresel oyuncusu olacağını göstermektedir.

Kısıtlayıcı faktörler etkin olmasına rağmen diri sonuçlar ortaya çıkıyor. 3.çeyrekte net satışlar Mannok katkısıyla birlikte **%42 artışla 11,2 milyar TL'ye** ulaşırken, döviz kuru-TÜFE farkının şirket aleyhine işlemesinin sürmesi nedeniyle iş bu hasılatın tam olarak finansallara yansımaya istenildiği gibi olmamıştır. **Bu duruma rağmen pozitif büyümenin oluşmasını olumlu karşılıyoruz.**

Operasyonel kârlılık zorlu koşullarda büyüdü. Şirket 3.çeyrekte FAVÖK'ünü **%7** arttırarak 2,4 milyar TL'ye yükseltirken, marjlarda **690 baz puanlık daralmayla %21,1** oranına inmiş oldu. Burada marj daralmasında ana sebep geçtiğimiz senenin yüksek bazından kaynaklanmaktadır.

Alternatif yakıt kullanımı iştahı artıyor. Şirket, ilk 9 ayda Türkiye fabrikalarında %17, Bunol fabrikasında %30, Mannok fabrikasında %67 oranında alternatif yakıt kullanımı gerçekleştirmiştir. **Burada özellikle şirketin net nette proaktif maliyet yönetişimi becerisini etkin şekilde sürdürdüğünü takip ediyoruz.**

Borçluluk emin adımlarla normalizasyona gidiyor. Yeni yatırımlar ve süreçlerin takibiyle birlikte şirket özellikle Net Borç/FAVÖK rasyosunu 3 bandına çekmiş olsa da **2024 3.çeyreğe kıyasla finansal borç oranı zirvesinden 559 baz puanlık uzaklık** mevcut ve gelecek dönemdeki potansiyel normalizasyonu açıkça göstermektedir.

CİMSA özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, önümüzdeki dönemde de Türkiye'nin küresel oyuncusu odağıyla birlikte net nette pozitif ayrılmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz.



GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

Makro çerçeve 2025 yılının geçiş yılı olduğunu gösteriyor. Şirket, bu yılı açıkça görece Mannok desteğiyle hacmen büyüdüğü ve baz kaynaklı marjların normalizasyona doğru hazırlandığı bir geçiş yılı olarak gösteriyor. **Sektörde %5 gibi sınırlı büyüme varken Çimsa konsolide %17 büyüyerek sektörden bu geçiş yılında da ayrışmayı sürdürdü.**

Kratos önemli bir katkı sunacak. Kordsa'dan Kratos inşaat çözümleri faaliyetleri 2025 4.çeyrek itibariyle 10 milyon USD+KDV bedelle devralındı. Burada özellikle şirketten nakit çıkıyor mantığı söz konusu olsa da hem AFYON özelinde hem de konsolide ettiği için CİMSA özelinde şirket bu aksiyonu olumlu değerlendiriyor. **Bu seneye tam katkısı olmasa da 2026 yılına hatta 2026 2.çeyrekten itibaren net nette bir katkı görmeyi bekleyebiliriz.**

Stratejik çerçeve iştahlı olmaya devam ediyor. Türkiye'de kentsel dönüşüm iştahı, konut arz ihtiyacı ve biriken talep; küresel tarafta sakin pazarların düşük baz oluşumu şirketin Türkiye'nin küresel oyuncusu olduğunu açıkça göstermektedir. **Şirketin iştahı bu her iki alanda da yer almak olduğunu gözlemliyoruz.**

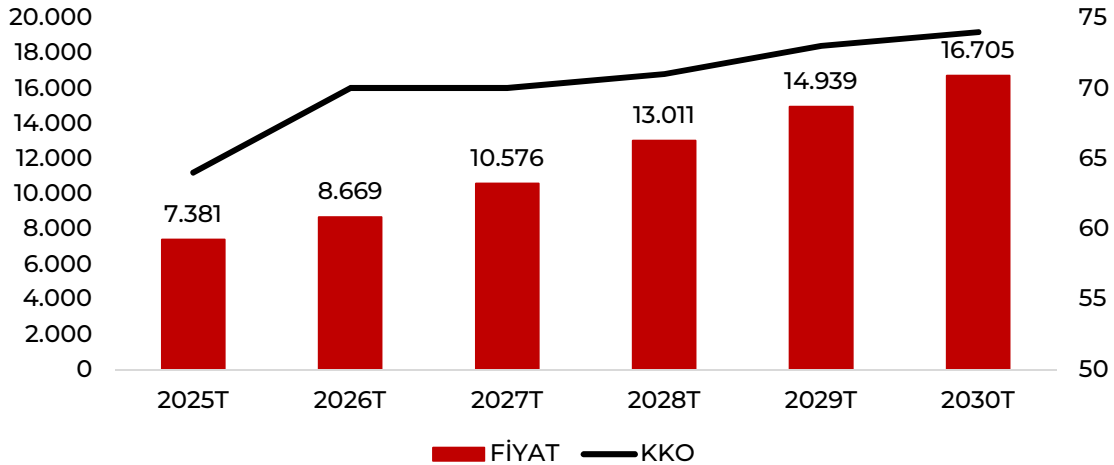
Amerika Gri Çimento tesisi planlandığı gibi devreye alındı. ABD Houston şehrinde faaliyet gösteren Cimsa Americas bünyesinde gerçekleştirilen yıllık **600 bin ton öğütme kapasiteli gri çimento öğütme tesisi yatırımı test üretimlerini takiben 13 Ekim 2025 itibariyle devreye alındı.**

Mersin CAC tesisi için 2026 1.yarıyılı takip edeceğiz. Şirketin gerçekleştirdiği 32 milyon avroluk yatırım doğrultusunda gözle görülür şekilde faaliyetlerine katma değerli gelir kazanımını sürdürecektir.

Yatırım yapan bir şirket için borç rasyolarını olağan karşılıyoruz. Finansal değerlendirmede de anlattığımız üzere **Net Borç/FAVÖK rasyosu 3 bandında var olsa da önümüzdeki dönemde şirketin rasyolarının yatırım yapıldıkça normal seviyelere çekileceğini belirtmek isteriz.**

Fiyatlama özelinde **enflasyonun bir miktar üzerinde bileşik fiyatlama yapacağını** değerlendiriyoruz. Buradaki ana unsur yerel pazarlardan daha çok **küresel faaliyetlerin** etkisi olacaktır.

Grafik-4: CİMSA Ortalama Fiyatlar ve KKO (seviye, %, ton başına TL)





Çimsa Çimento özelinde:

- Küresel kaynaklı enflasyon üzeri gelir büyümesi,
- Yüksek kapasite kullanım oranı,
- Yatırımlara rağmen düşük net borç/FAVÖK rasyosu,
- AFYON'da iştahlı faktör,
- CİMSA imajı,
- İletişim becerisi,
- Defansif bir hisse senedi oluşu,
- Hem küresel hem yerel oyuncu olması,
- Deprem bölgesi ve kentsel dönüşümden yararlanma destek unsuru olarak takip edilmektedir.

Risk unsuru olarak:

- Ani makroekonomik şok,
- Kratos'un beklenen faydayı AFYON'da yansıtamaması,
- Yatırımlarda beklenmedik gecikme,
- Küresel faaliyetlerde yaşanabilecek sıkıntılar,
- SKDM'ye yönelik aksiyonların gecikmesi,
- Deprem bölgesindeki aşırı rekabet risk unsuru olarak takip edilmektedir.

Bu veriler ışığında Çimsa Çimento özelinde 62,51 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi başlatıyoruz.

Değerlemeye bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz



DEĞERLEME

KAPASİTE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MERSİN GRİ	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000
MERSİN BEYAZ	1.280.000	1.280.000	1.280.000	1.280.000	1.280.000	1.280.000
MERSİN CAC	131.000	131.000	131.000	131.000	131.000	131.000
ESKİŞEHİR BEYAZ	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
ESKİŞEHİR GRİ	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000
AFYON TOPLAM	1.500.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
BUNOL BEYAZ	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000
ÇİMSA ABD	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
MANNOK KLİNKER	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000
HAZIR BETON	1.236.013	1.236.013	1.236.013	1.236.013	1.236.013	1.236.013
ÇİMSA HOLLANDA	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000
ÇİMSA ALMANYA	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
ÇİMSA İTALYA	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
ÇİMSA KKTC	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
KAPASİTE TOPLAM	9.486.013	9.986.013	9.986.013	9.986.013	9.986.013	9.986.013
KKO	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MERSİN GRİ	845.000	884.000	910.000	936.000	975.000	1.014.000
%	65%	68%	70%	72%	75%	78%
MERSİN BEYAZ	768.000	780.800	793.600	806.400	819.200	832.000
%	60%	61%	62%	63%	64%	65%
MERSİN CAC	85.150	86.460	87.770	89.080	90.390	91.700
%	65%	66%	67%	68%	69%	70%
ESKİŞEHİR BEYAZ	435.000	442.500	450.000	457.500	465.000	472.500
%	58%	59%	60%	61%	62%	63%
ESKİŞEHİR GRİ	487.500	495.000	502.500	510.000	517.500	525.000
%	65%	66%	67%	68%	69%	70%
AFYON TOPLAM	862.500	1.380.000	1.400.000	1.420.000	1.450.000	1.480.000
%	58%	69%	70%	71%	73%	74%
BUNOL BEYAZ	525.000	532.500	540.000	547.500	555.000	562.500
%	70%	71%	72%	73%	74%	75%
ÇİMSA ABD	408.000	414.000	420.000	426.000	432.000	438.000
%	68%	69%	70%	71%	72%	73%
MANNOK KLİNKER	888.000	900.000	840.000	864.000	900.000	936.000
%	74%	75%	70%	72%	75%	78%



AFYON-ÇİMSA ÇİMENTO

HAZIR BETON	618.007	865.209	865.209	865.209	865.209	865.209
%	50%	70%	70%	70%	70%	70%
ÇİMSA HOLLANDA	154.000	156.200	158.400	160.600	162.800	165.000
%	70%	71%	72%	73%	74%	75%
ÇİMSA ALMANYA	9000	9000	9000	9000	9000	9000
%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ÇİMSA İTALYA	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ÇİMSA KKTC	5000	5000	5000	5000	5000	5000
%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
KAPASİTE	6.095.157	6.955.669	6.986.479	7.101.289	7.251.099	7.400.909
KKO ORTALAMA	64%	70%	70%	71%	73%	74%
GELİR	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MERSİN GRİ FİYAT	3.000	3.810	4.648	5.717	6.575	7.364
MERSİN GRİ GELİR	2.535.000.000	3.368.040.000	4.229.862.000	5.351.379.696	6.410.506.928	7.466.958.469
MERSİN BEYAZ FİYAT	9.000	11.430	13.945	17.152	19.725	22.092
MERSİN BEYAZ GELİR	6.912.000.000	8.924.544.000	11.066.434.560	13.831.258.291	16.158.422.385	18.380.205.463
MERSİN CAC FİYAT	13.000	16.510	20.142	24.775	28.491	31.910
MERSİN CAC GELİR	1.106.950.000	1.427.454.600	1.767.880.894	2.206.948.626	2.575.314.316	2.926.154.238
ESKİŞEHİR BEYAZ FİYAT	14.000	17.780	21.692	26.681	30.683	34.365
ESKİŞEHİR BEYAZ GELİR	6.090.000.000	7.867.650.000	9.761.220.000	12.206.405.610	14.267.487.213	16.237.320.931
ESKİŞEHİR GRİ FİYAT	2.100	2.667	3.254	4.002	4.602	5.155
ESKİŞEHİR GRİ GELİR	1.023.750.000	1.320.165.000	1.635.004.350	2.041.071.102	2.381.749.882	2.706.220.155
AFYON FİYAT	2.250	2.858	3.486	4.288	4.931	5.523
AFYON GELİR	1.940.625.000	3.943.350.000	4.880.610.000	6.088.909.590	7.150.180.804	8.173.889.448
BUNOL BEYAZ FİYAT	25.500	32.385	39.510	48.597	55.886	62.593
BUNOL BEYAZ GELİR	13.387.500.000	17.245.012.500	21.335.238.000	26.606.819.723	31.016.991.211	35.208.476.510
ÇİMSA ABD FİYAT	5.000	6.350	7.747	9.529	10.958	12.273
ÇİMSA ABD GELİR	2.040.000.000	2.628.900.000	3.253.740.000	4.059.273.060	4.733.912.808	5.375.620.989
MANOK KLİNKER FİYAT	7.000	8.890	10.846	13.340	15.341	17.182
MANOK KLİNKER GELİR	6.216.000.000	8.001.000.000	9.110.472.000	11.526.048.576	13.807.245.690	16.082.679.780



MENKUL DEĞERLER

Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



HAZIR BETON FİYAT	2.500	3.175	3.874	4.764	5.479	6.137
HAZIR BETON GELİR	1.545.016.250	2.747.038.893	3.351.387.449	4.122.206.562	4.740.537.546	5.309.402.052
ÇİMSA HOLLANDA FİYAT	14.000	17.780	21.692	26.681	30.683	34.365
ÇİMSA HOLLANDA GELİR	2.156.000.000	2.777.236.000	3.435.949.440	4.284.915.281	4.995.154.663	5.670.175.563
ÇİMSA ALMANYA FİYAT	2.000	2.540	3.099	3.812	4.383	4.909
ÇİMSA ALMANYA GELİR	18.000.000	22.860.000	27.889.200	34.303.716	39.449.273	44.183.186
ÇİMSA İTALYA FİYAT	2.000	2.540	3.099	3.812	4.383	4.909
ÇİMSA İTALYA GELİR	10.000.000	12.700.000	15.494.000	19.057.620	21.916.263	24.546.215
ÇİMSA KKTC FİYAT	2.000	2.540	3.099	3.812	4.383	4.909
ÇİMSA KKTC GELİR	10.000.000	12.700.000	15.494.000	19.057.620	21.916.263	24.546.215
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CİMSA TOPLAM	44.990.841.250	60.298.650.993	73.886.675.893	92.397.655.073	108.320.785.244	123.630.379.213
BÜYÜME		34,02%	22,53%	25,05%	17,23%	14,13%

CİMSA	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Satışlar	44.990.841.250	60.298.650.993	73.886.675.893	92.397.655.073	108.320.785.244	123.630.379.213
%	59,8%	34,0%	22,5%	25,1%	17,2%	14,1%
EBIT	3.779.230.665	5.969.566.448	8.423.081.052	10.995.320.954	13.431.777.370	15.948.318.918
%	8,4%	9,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%
NOPAT	2.834.422.999	4.477.174.836	6.317.310.789	8.246.490.715	10.073.833.028	11.961.239.189
Amortisman(+)	4.499.084.125	5.426.878.589	5.910.934.071	7.391.812.406	8.665.662.820	9.890.430.337
Net İşletme Sermayesi Değişimi(-)	2.337.207.226	2.423.410.593	2.164.286.292	2.916.620.309	2.508.874.565	2.412.204.792
Yatırım Harcamaları	-4.948.992.538	-4.220.905.569	-4.433.200.554	-4.619.882.754	-4.332.831.410	-3.708.911.376
Serbest Nakit Akışı	47.307.360	3.259.737.263	5.630.758.015	8.101.800.059	11.897.789.873	15.730.553.357
İndirgenmiş Nakit Akışı	43.750.759	2.599.471.502	3.784.567.965	4.265.523.998	6.192.974.248	7.478.232.567
İskonto Faktörü	0,92	0,80	0,67	0,53	0,52	0,48

HEDEF FİYAT	62,51
S.N.A Toplam	24.364.521.038
Artık Değer	55.692.563.066
ENT.VALUE	80.057.084.103
Toplam Borç	21.272.618.000
Azınlık Payı	327.762.000
EQUİTY VALUE	59.112.228.103
Sermaye	945.591.094

HİSSE KAPANIŞ	43,72
POTANSİYEL	43,0%

terminal değer	135.934.985.390
son yıl s.nakit akışı	15.730.553.357
%g	4,0%
%r	16,0%
ind.terminal değer	55.692.563.066



	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Risksiz Faiz Oranı	45,0%	38,0%	25,0%	21,0%	23,0%	16,0%	14,0%
ERP	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Oranı	49,0%	51,0%	52,0%	53,0%	54,0%	55,0%	56,0%
Borç Oranı	51,0%	49,0%	48,0%	47,0%	46,0%	45,0%	44,0%
Özsermaye Maliyeti	50,5%	43,5%	30,5%	26,5%	28,5%	21,5%	19,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	46,5%	39,5%	26,5%	22,5%	24,5%	17,5%	15,5%
AOSM	42,5%	36,7%	25,4%	22,0%	23,8%	17,7%	16,0%

Marj	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
FAVÖK(%)	18,4%	18,9%	19,4%	19,9%	20,4%	20,9%



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul



YEREL RAKİP ANALİZİ

AFYON İÇİN

	PD(mln TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKCNS	24.218,05	47,88	1,01	11,81
BASCM	10.183,80	A.Đ	1,54	12,48
BSOKE	24.592,00	A.Đ	2,04	163,48
BTCIM	23.268,60	A.Đ	1,10	23,61
BUCIM	9.465,00	A.Đ	0,61	16,00
CİMSA	41.341,24	38,98	1,29	10,99
CMENT	30.489,36	36,33	2,15	14,26
GOLTS	5.692,50	A.Đ	0,59	9,37
KONYA	24.196,63	211,08	5,85	80,71
LMKDC	14.886,62	9,50	2,19	4,97
NUHCM	34.609,21	30,52	1,48	10,55
OYAKC	105.011,76	14,30	1,78	8,22
AFYON	5.220,00	21,52	0,73	6,13
ORTALAMA	28.996,23	30,04	1,43	12,23

CİMSA İÇİN

	PD(mln TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AFYON	5.220,00	21,52	0,73	6,13
AKCNS	24.218,05	47,88	1,01	11,81
BASCM	10.183,80	A.Đ	1,54	12,48
BSOKE	24.592,00	A.Đ	2,04	163,48
BTCIM	23.268,60	A.Đ	1,10	23,61
BUCIM	9.465,00	A.Đ	0,61	16,00
CMENT	30.489,36	36,33	2,15	14,26
GOLTS	5.692,50	A.Đ	0,59	9,37
KONYA	24.196,63	211,08	5,85	80,71
LMKDC	14.886,62	9,50	2,19	4,97
NUHCM	34.609,21	30,52	1,48	10,55
OYAKC	105.011,76	14,30	1,78	8,22
CİMSA	41.341,24	38,98	1,29	10,99
ORTALAMA	25.986,13	33,43	1,46	11,81



KÜRESEL RAKİP ANALİZİ

AFYON İÇİN

KOD	Şirket Adı	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK
BLES.JK	Superior Prima Sukses PT Tbk	1,29		7,90
VIT.HN	Viglacera Tien Son JSC	1,51		6,38
MANR.AM	Afaq Holding for Investment and Real Estate Development Company PSC	0,76		16,18
CVT.HM	CMC JSC	0,93		
RMCC.AM	Ready MIX Concrete & Construction Supplies Co PSC	0,70		5,45
UBP.MZ	United Basalt Products Ltd	0,39		3,55
RPCP.WA	Zaklady Magnezytowe Ropczyce SA	0,32		7,41
RAKWCT.AD	Ras Al Khaimah Co for White Cement & Construction Materials PSC	0,58		
ETERNIII.LM	Fabrica Peruana Eternit SA	0,20		1,18
DECE.PSX	Dewan Cement Ltd	0,25		7,10
JOCM.AM	Jordan Cement Factories Company PSC			1,37
CCP.BK	Chonburi Concrete Product PCL	0,47		3,57
SAHY.BO	Sahyadri Industries Ltd	0,72		4,48
CHAR.PSX	Gharibwal Cement Ltd	0,99		3,89
3005.SE	Umm Al Qura Cement Company SJSC	0,85	14,82	10,87
QNC.HNO	Quang Ninh Construction and Cement JSC	0,50	1,09	4,27
FBI.AD	Fujairah Building Industries PJSC			8,45
SEPJ.J	Sephaku Holdings Ltd	0,31		1,45
SCP.BK	Southern Concrete Pile PCL	1,06		1,02
STECH.BK	Siam Technic Concrete PCL	0,46		6,04
9566.SE	Saudi Lime Industries Company SJSC	0,98		9,35
AFYON	Afyon Çimento	0,73	21,52	6,13
ORTALAMA	ORTALAMA	0,70	7,96	5,78



CİMSA İÇİN

KOD	Şirket Adı	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK
300720.KS	Hanil Cement Co Ltd	0,73		4,51
INTP.JK	Indocement Tungal Prakarsa			
TPIPL.BK	Tbk PT	1,00	11,19	6,36
BRLC.BO	TPI Polene PCL	0,24		12,95
MALY.KL	Birla Corporation Ltd	1,27	26,23	8,55
CCB.CN	Malayan Cement Bhd	1,33	18,62	6,26
000546.SZ	Cementos Argos SA	1,17	2,74	
000885.SZ	Jinyuan EP Co Ltd	1,09	8,77	
023410.KQ	CEVIA Enviro Inc	1,03	8,32	8,09
003037.SZ	Eugene Corp	0,24	3,86	15,59
CONCESII.LM	Guangdong Sanhe Pile Co Ltd	1,74		15,09
TASCO.BK	Consortio Cementero del Sur			
600449.SS	SA	0,25		3,06
GCC.MX	TIPCO Asphalt PCL	1,51	16,88	10,93
004980.KS	Ningxia Building Materials			
JKLC.BO	Group Co Ltd	0,89		8,80
600819.SS	GCC SAB de CV	1,44	9,73	5,45
183190.KS	Sungshin Cement Co Ltd	0,42	5,42	6,43
000672.SZ	JK Lakshmi Cement Ltd	2,75	31,61	12,64
2504.TW	Shanghai Yaohua Pilkington			
003300.KS	Glass Group Co Ltd	2,49		11,05
JSWC.NS	Asia Cement Co Ltd	0,41	5,55	4,37
SCCC.BK	Gansu Shangfeng Cement Co			
SMCB.JK	Ltd	1,17	16,67	8,53
000480.KS	Goldsun Building Materials Co			
002233.SZ	Ltd	1,62	9,62	12,73
LUKC.PSX	Hanil Holdings Co Ltd	0,31	0,73	4,15
600425.SS	JSW Cement Ltd	2,79		
PPCJ.J	Siam City Cement PCL	1,31	8,21	7,74
CPACASCI.LM	Solusi Bangun Indonesia Tbk PT		10,46	4,24
DALB.BO	CR Holdings Co Ltd	0,34	3,72	19,94
CİMSA	Guangdong Tapai Group Co			
ORTALAMA	Ltd	0,88	19,23	4,05
	Lucky Cement Ltd	1,79	8,31	5,18
	Xinjiang Qingsong Building			
	Materials and Chemicals			
	Group Co Ltd	1,19	22,10	8,95
	PPC Ltd	1,39	17,48	4,40
	Cementos Pacasmayo SAA	1,71	11,65	6,26
	Dalmia Bharat Ltd	2,18	45,77	14,41
	Çimsa Çimento	1,29	38,98	10,99
	ORTALAMA	1,22	13,45	8,60