

Çimsa Çimento <CİMSA> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ
Net kâr artışı faaliyet dışı kalemler etkili

Çimsa, 3Ç26'da hasılatını 3Ç25'e göre reel olarak %2,3 artırarak 14.917 mn TL'ye yükseltmiştir. Şirketin diğer gelir ve giderleri hariç tutan tanımıyla hesaplanan FAVÖK %1,7 gerileyerek 3.030 mn TL'ye inerken ana ortaklık net kârı %7,7 artışla 1.773 mn TL'ye ulaşmıştır. Net kârdaki artışta yatırım faaliyetlerindeki net iyileşme, azalan finansman giderleri ve düşük efektif vergi oranı belirleyici olmuştur. İlk dokuz ayda hasılat %2,7 gerilerken ana ortaklık net kârı %28,0 artmıştır.

Yurt dışı büyüme yurt içindeki daralmayı telafi etmiştir

Çeyrekte yurt dışı satışlar %15,1 artarken yurt içi satışlar %19,5 gerilemiş, yurt içinin brüt satışlar içindeki payı %38,8'den %30,8'e inmiştir. Bölümler bazında çimento hasılatı %14,2 artarken hazır beton %33,8, yapı malzemeleri ve paketlenme %11,5 gerilemiştir; hazır betondaki düşüşte dönem içinde satılan tesisin de etkisi olabilir. Uluslararası faaliyetleri yürüten Cimsa Building Solutions B.V.'nin hasılatı %9,4 artmış, çimento bölümünün esas faaliyet kâr marjı %15,7'den %17,1'e yükselmiştir.

Maliyet ve gider baskısı FAVÖK marjını sınırlamıştır

Brüt kâr marjı 0,7 puan gerileyerek %20,9'a inmiştir. Enerji giderleri %8,2, hammadde ve malzeme giderleri %9,3 artarken diğer üretim giderleri %27,1 azalmıştır. Satışların maliyeti içindeki amortismanın %23,7 artması yeni tesislerin aktifleşmesiyle ilişkili olabilir. Faaliyet giderlerinin hasılatı oranı %8,0'dan %9,3'e yükselmiş, FAVÖK marjı 0,8 puan gerileyerek %20,3'e inmiştir; bu seviye 2Ç26'daki %20,1'in hafif üzerindedir. Esas faaliyet kârı ise esas faaliyetlerden net diğer gelirlerin 98 mn TL'den 481 mn TL'ye çıkmasıyla %6,2 artmıştır; bu artışta vade farkı gelirlerinin 146 mn TL'den 361 mn TL'ye yükselmesi en büyük katkıyı sağlamıştır.

Nakit yaratımı zayıf; net borç geriledi

İlk dokuz ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı 704 mn TL ile geçen yılın 4.495 mn TL seviyesinin belirgin altında kalmıştır. Ticari alacaklardaki artışın öncülük ettiği 3.385 mn TL'lik işletme sermayesi ihtiyacı, FAVÖK'ün nakde dönüşüm oranını %59,7'den %9,4'e düşürmüştür. Yatırım harcamalarının %41,4 azalmasına karşın serbest nakit akışı 2.497 mn TL negatif gerçekleşmiştir. Öte yandan kiralama yükümlülükleri dahil net borç, 30.06.2026'ya göre reel olarak %6,8 azalarak 25.835 mn TL'ye gerilemiş, yıl başındaki 24.219 mn TL'nin ise %6,7 üzerinde kalmıştır. Kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payının yıl başındaki %26,0'dan %42,5'e yükselmesi izlenmesi gereken bir husus olabilir.

Faaliyet dışı kalemler net kârı desteklemiştir

Net parasal pozisyon kazancı 1.098 mn TL'den 527 mn TL'ye gerilemiştir. Yatırım faaliyetlerinden net sonuç, geçen yılın aynı çeyreğindeki 338 mn TL'lik net giderden 80 mn TL'lik net gelire dönmüştür. Hazır beton tesisi satışından doğan 469 mn TL'lik kazanç ve 113 mn TL'lik finansal yatırım geliri, 502 mn TL'lik finansal yatırım giderinin etkisini dengelemiştir. Faiz giderlerindeki %21,3'lük düşüşle net finansman gideri %26,6 azalarak 422 mn TL'ye inmiştir. Ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle efektif vergi oranının %15,2'den %7,6'ya gerilemesi de net kâr artışını desteklemiştir.

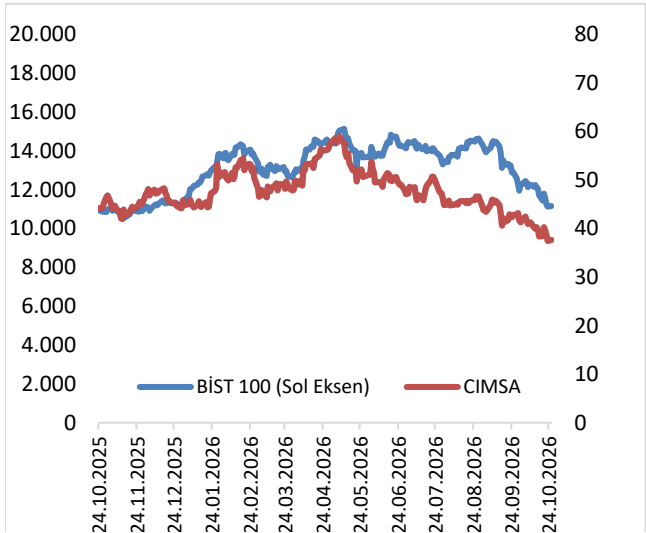
NÖTR

Kapanış, TL (26.10.2026)	37,62 TL
Bugünkü Sermaye (mn TL)	945,6
Halka Açık Sermaye (mn TL)	341,3
Halka Açıklık Oranı	%36,09

Piyasa Çarpanları

PD/DD	0,87
FD/FAVÖK	6,04
F/K	7,55
FD/NS	1,10

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	14.917	14.582	2,3
Brüt satış kârı	3.124	3.151	-0,8
Faaliyet Giderleri	1.389	1.162	19,6
Finansal Gelir/Gider	-422	-575	a.d.
Faaliyet Karı	2.215	2.087	6,2
FAVÖK	3.030	3.083	-1,7
Ana Ortaklık Net Kar	1.773	1.646	7,7
Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	20,94	21,61	-0,7
Faaliyet Kar Marjı (%)	14,85	14,31	0,5
FAVÖK Marjı (%)	20,31	21,14	-0,8
Net Kar Marjı (%)	11,88	11,29	0,6



Yeni kapasiteler devrede, yurt içi talep belirleyici olmaya devam etmektedir

Görünüm açısından iki yatırımın katkısı öne çıkmaktadır. Mersin fabrikasındaki yeni kalsiyum alüminat çimentosu tesisi 14.07.2026 itibarıyla devreye alınmış ve yıllık kalsiyum alüminat klinkeri üretim kapasitesi 131 bin tondan 197 bin tona yükselmiştir. Eskişehir fabrikasındaki atık ısıdan elektrik üretim tesisi ise 30.06.2026 itibarıyla devreye alınmıştır. Bu iki yatırımın katma değerli ürün payını ve enerji maliyetini dördüncü çeyrekte itibaren daha belirgin biçimde destekleyebileceğini düşünüyoruz. Sektörde 2026 Ocak-Temmuz döneminde yurt içi satışlar %2,7 gerilerken çimento ihracatı %10,4 artmıştır; dönemler tam örtüşme de bu ayrışma Çimsa'nın çeyrek sonuçlarıyla uyumlu görünmektedir. Mannok Holdings'teki kalan %5,3'lük azınlık payının 22.05.2026'da 1.088 mn TL karşılığında satın alınmasıyla Grup, Cimsa Ireland Limited aracılığıyla Mannok'un tek ortağı olmuştur. Finansman tarafında kısa vadeli borç payının artmasına karşın SPK tarafından onaylanan 10 milyar TL'lik borçlanma aracı ihraç tavanı, yeniden finansman için esneklik sağlayabilir. Kredilerin yaklaşık %64'ü avro, %20'si ABD doları cinsinden olup yurt dışı gelirler bu döviz yükünü kısmen dengeleyebilir. Yurt içi talepteki zayıflığın sürmesi ve işletme sermayesi ihtiyacı ise başlıca riskler olarak öne çıkmaktadır.

Değerlendirme

3Ç26 sonuçları, zayıf yurt içi talebe rağmen yurt dışı operasyonların ve çimento bölümünün operasyonel kârlılığı büyük ölçüde koruduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte net kârdaki artışın önemli bölümü yatırım faaliyetlerinin net giderden net gelire dönmesi, düşük efektif vergi oranı ve azalan finansman giderlerinden gelmiştir. İlk dokuz aydaki nakit yaratımı ise işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle zayıf kalmıştır. Bu tablo, kâr artışının sürdürülebilirliğinin önümüzdeki çeyreklerde operasyonel marjlardaki ve nakit dönüşümündeki toparlanmaya bağlı olabileceğini göstermektedir.

26.10.2026 kapanışıyla Çimsa son 12 aylık verilere göre 7,6x F/K, 0,87x PD/DD ve 6,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. Çeyrekte operasyonel kârlılığın yatay seyretmesi, net kâr artışının ağırlıklı olarak diğer gelirlerle ve düşük efektif vergi oranına dayanması ve zayıf nakit yaratımı, yeni kapasitelerin olumlu katkısının fiyatlamaya yansımaları kısa vadede sınırlayabilir. Bu çerçevede sonuçların hisse fiyatı üzerinde belirgin bir etki yaratmayacağını ve nötr bir piyasa tepkisi göreceğini düşünüyoruz.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

✉ sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

✉ harundemircan@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji-Üretim, Perakende, GYO,
İnşaat, Sigorta*

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ senacoban@integralyatirim.com.tr

☎ 0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık,
Teknoloji, Gıda*

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr