

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Çimento

01/07/2024

# OYAK Çimento

AL

İzleme Listesine Ekleme

## Gelecekte Gelen Çimento Şirketi

**OYAK Çimento için AL tavsiyesi ve %47 artış potansiyeline işaret eden 12 aylık hisse başına 92 TL hedef fiyat ile şirketi takip listemize ekliyoruz.**

OYAK Çimento, toplam 24mn ton çimento üretim kapasitesi ile Türkiye çimento sektöründe pazar lideridir. Türkiye genelinde 7 entegre ve 3 çimento öğütme tesisi ile Şirket, 2023 yılı itibarıyla Türkiye'nin toplam 118mn ton çimento üretim kapasitesinin %20'sine sahiptir. OYAK Çimento, BIST-30 ve MSCI endekslerinde yer alan BIST'teki tek çimento hissesidir.

**TCC Group Holdings (önceki adı: Taiwan Cement Corporation) tarafından kontrol edilen şirket, dünyanın en büyük 3. çimento oyuncusu** Taiwan Cement (TCC), OYAK Çimento'nun (OYAKC.IS) %75,8'ine sahip olan TCC OYAK'taki hisselerini %40'tan %60'a çıkararak şirketin ana hissedarı oldu ve ek olarak Cimpor'un %100 hissesini satın aldı. OYAK Çimento ve Cimpor hisselerinin satın alınmasının ardından TCC, 112 milyon ton kapasite ile Holcim ve Heidelberg'in ardından dünyanın en büyük 3. çimento üreticisi konumuna gelmiştir. OYAK Çimento'nun, uluslararası bir şirket portföyünün parçası olarak, kapsamlı bilgi birikimine ve nispeten daha ucuz finansmana erişebilecek olması olumlu bir yön olarak öne çıkıyor.

**Yurt içi pazar payını iki katına çıkarmak için inorganik büyümeyi hedefliyor.** Şirket, 2025 yılına kadar 2-3 yeni satın alma ile mevcut %18 olan yurt içi pazar payını %40'a çıkarmayı hedefliyor (Kaynak: OYAKC Yönetim Kurulu Başkanı @Bloomberg HT TV'nin açıklamaları). TCC daha önce OYAK Çimento ile birlikte Portekiz ve Afrika'da satın almalar ve sıfırdan yatırımlar yapmıştır. Türkiye'deki satın almaların OYAK Çimento aracılığıyla gerçekleştirilmesi planlanırken, şirketin uluslararası pazarda daha fazla genişlemede pay sahibi olması da söz konusu olabilir. Türkiye'nin yanı sıra Avrupa, ABD ve İngiltere'de de genişleme gündemdedir. OYAK Çimento'nun güçlü net nakit pozisyonuna sahip bilançosu, inorganik büyüme için yeterli alana sahiptir.

**Coğrafi olarak çeşitlendirilmiş üretim portföyü ve üstün marjlar.** Türkiye'nin hemen hemen tüm bölgelerinde tesislere ve ülkenin tamamına kapsayan hizmet ağına sahip olan Şirket, Suriye, Irak ve Ukrayna gibi potansiyel sınır ihracat pazarlarına yakın konumda operasyonlara sahiptir.

**OYAK Çimento, %6 olan ısı ikame oranını 7 yılda %25'e çıkarmayı başarmış, 2030 yılında ise %58'e çıkarmayı hedeflemektedir.** Şirket, verimli ve düşük maliyetli üretimi ve alternatif yakıt kullanım oranının (ısı ikame oranı) emsallerine göre nispeten yüksek olması sayesinde 2023 yılında %29,4 ile yerli rakiplerinin neredeyse iki katı FAVÖK marjı elde etmiştir.

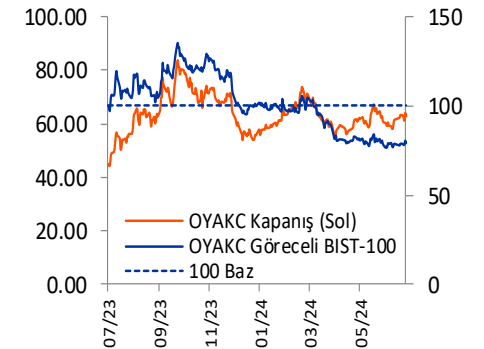
## Yükselme Potansiyeli 47%

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	62.55
12 Aylık Hedef Fiyat*	92.25
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	77,973
Halka Açık PD (mn)	18,831
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1172.6
Hisse sayısı (Adet mn)	1,247
Takas Saklama Oranı (%)	24
Yabancı Oranı (%)	3

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	0.9	12.8	50.1
ABD \$	-1.1	1.1	18.0
BIST-100 Relatif	-0.7	-20.9	-18.8

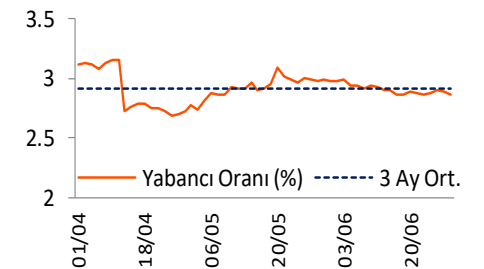
Çarpanlar	2023	2024	2025
F/K	8.6	13.7	10.5
PD/DD	2.6	2.2	2.0
FD/FAVÖK	7.2	6.4	6.3

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 44.14 65.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 2.89



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

**Türkiye'nin çimento sektöründeki ortalama termal ikame oranı 2023 itibariyle sadece %12'dir.** OYAK Çimento için, ısıl ikame oranındaki her %10'luk artış, i) fosil yakıtın küresel emtia fiyatına ve ii) üretilen gri çimentonun ürün karması maliyet avantajına bağlı olarak yaklaşık 1-2 ABD Doları/ton maliyet avantajı sağlamaktadır. Alternatif yakıt kullanımına ek olarak, şirket 2 tesisinde atık ısı geri kazanım kapasitesine sahiptir ve 2030 yılına kadar toplam elektrik tüketiminde dahili elektrik üretiminin oranını mevcut %7'den %70'e çıkarmak için güneş enerjisi kapasitesini artırmaktadır. Şirketin 2023 yılında %29.4 olan FAVÖK marjının, daha yüksek termal ikame ve dahili elektrik üretiminin artan payı sayesinde 2032 yılında %32.6'ya yükseleceğini öngörüyoruz. Şirketin 2023 yılı toplam cirosunda yaklaşık %28 paya sahip olan OYAK Beton (hazır beton) gelirlerinin marjları azaltıcı etkisi, esasında çimento üretimi için daha da yüksek FAVÖK marjı anlamına gelmektedir.

**OYAK Çimento, tesislerinin verimliliğini artırmak için teknoloji ve yapay zekadan yararlanmaktadır.**

OYAK Çimento ve Cimpor'un tüm tesisleri global çapta online olarak izlenebilmektedir. Bu sayede, üretilen çimentonun kalite tahminleri doğru bir şekilde yapılabilmektedir. Üretim süreçlerinde anomali tespiti, öngörülse ve kurala dayalı analizler sürdürülebilir operasyonel verimliliği mümkün kılmaktadır.

**CO2 emisyonlarının azaltılması belirleyici olacak** Mart 2024'te yürürlüğe giren Yeşil Çimento mevzuatına göre, 2025'ten itibaren çimento için Devlet ihalelerinde klinker oranı 0.80'i geçmeyecek, 2030'dan itibaren ise bu oran 0.75'e düşecek. Ek olarak, çimento, 2026 yılından itibaren AB'nin Sınırdan Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM) kapsamında denetleme uygulanacak olan ithal ürünler arasında yer almaktadır. Buna göre, AB ithalatçıları, ithalata konu olan ürünlerin üretimine ilişkin emisyonları beyan edecek ve her yıl ilgili sayıda sertifika teslim edeceklerdir. İthalatçılar, üretim sırasında bir karbon fiyatının ödendiğini kanıtlayabilirlerse, ilgili miktar düşülecektir. Dolayısıyla, Türkiye o zamana kadar karbon vergisi toplamaya başlamazsa, AB vergiyi Türkiye'nin ihracatından tahsil edecektir. OYAK Çimento, küresel ağı nedeniyle hem Karbon mekanizması mevzuatında hem de düşük karbonlu çimentolu ürün konusunda geniş bilgi birikimine sahiptir. Hem iç piyasadaki hem de yurtdışındaki iklim girişimleri göz önünde bulundurulduğunda, düşük klinker içerikli ve düşük karbon emisyonlu çimento üretmek ileriye dönük önemli rekabet avantajlarından biri olacaktır.

**Türkiye'de tüketilen tüm alternatif yakıtların 1/3'ünü tüketen OYAK Çimento alternatif yakıt tüketiminde lider konumdadır.** Bu durum, CO2 azaltımında üstün performansla yol açmaktadır. Şirketin CEM6 ürünü sadece 350Kg CO2 salmaktadır. Şirket, 2030 yılında ton klinker üretimi başına CO2 emisyonunu 603Kg'a düşürmeyi hedeflemektedir. Buna ek olarak, Portekiz ve Afrika'da çimento tesisleri bulunan TCC grup şirketi Cimpor, çimento üretiminde klinkeri kısmen tamamlayan kalsine kil (CC) üretme know-how'ına sahiptir. CC ikamesi, çimento üretimi için karbon emisyonlarını 100Kg'ın altına kadar düşürmektedir. Cimpor'un mevcut durumda 1,6 milyon ton CC üretme kapasitesi bulunmakta olup, bu kapasitenin 2025 yılında 2,4 milyon tona çıkarılması planlanmaktadır. OYAK Çimento, kardeş şirketi Cimpor'dan know-how transfer ederek Türkiye'de CC üretimine başlamayı planlamaktadır.

**Şubat 2023'te meydana gelen yıkıcı depremlerin iç tüketimde %18 ek büyüme yarattığı tahmin ediliyor.** Türkiye'nin yurtiçi çimento tüketimi 2023 yılında yıllık %18 artışla 68,6 milyon tona ulaşırken, ihracat %28 azalarak 19,7 milyon tona gerilemiş, toplam üretim ise %11 artışla 81,5 milyon tona ulaşmıştır (Kaynak: OAİB). Yıkıcı depremin ardından yaklaşık 278 bin bina ve 650 bin konut ağır ya da orta derecede hasar görmüştür. Ocak 2024 itibarıyla 650 bin konutun yalnızca %27'si TOKİ tarafından ihale edilmiş ve projelendirilmiştir. Projeksiyonlara göre, yeniden yapılanma kapsamında 2023-2026 yılları arasında bölgede 15,6 milyon ton çimento ve 52 milyon m3 betona daha ihtiyaç duyulması tahmin edilmektedir. Depremin vurduğu bölgelerdeki toplam çimento tüketimi 2023 yılında 23,2 milyon tona ulaşarak Türkiye'nin toplam tüketiminin %33'ünü oluşturmuştur. OYAK Çimento'nun en büyük çimento üretim kapasitesine sahip olduğu bölgede, 2024-2028 döneminde yeniden yapılanma ile ilgili tahmini 12.3 milyon ton ek çimento talebi, 2024-2028 döneminde yurtiçi çimento tüketiminde %18 ek büyüme anlamına gelmektedir.

**İNA analizi ile daha iyi yansıtılan cazip değer görünümü** Şirket, son 12 aylık FD/Klinker, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları sırasıyla 170 ABD\$/ton, 6.5x ve 6.7x'ten işlem görmektedir. Bu da yerel benzer şirket grubunun medyanına kıyasla sırasıyla %22, %0 ve %22 iskontoya işaret etmektedir. Şirket, 2024T FD/FAVÖK ve 2024 F/K oranları bazında uluslararası emsalleriyle karşılaştırıldığında sırasıyla %2 primli ve %16 iskonto ile işlem görmektedir. OYAK Çimento için 92 TL'lik 12 aylık hedef fiyat değerimize ulaşmak için 50-50 oranlarında benzer şirket çarpan analizi ve İNA kullandık. İNA analizinin, dönemi içinde i) alternatif yakıt kapasitesinin ve kullanım oranının artması, ii) daha yüksek oranda atık ısıdan ve sürdürülebilir kaynaklardan elektrik üretimi ve iii) beyaz çimentonun satışlardaki payının artmasının kar marjları üzerinde yaratacağı olumlu etkiyi daha iyi yansıttığını düşünüyoruz. Olası, değer yaratan inorganik satın almalar, değerlememiz için yukarı yönlü bir potansiyel oluşturmaktadır.

OYAK Çimento

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Tcc Oyak Amsterdam Hold	75.81
Diğer	24.19

OYAK Çimento, gri ve beyaz çimento ile hazır beton üretiminde uzmanlaşmış, Türkiye'nin lider çimento şirketidir. Şirket, Türkiye'nin hemen her bölgesinde 7 entegre ve 3 öğütme çimento tesisi, 52 hazır beton tesisi ve 4 agrega ocağı işletmektedir.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>26,313</b>	<b>30,700</b>	<b>31,265</b>	<b>31,495</b>	<b>31,924</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>6,457</b>	<b>9,274</b>	<b>10,002</b>	<b>10,284</b>	<b>10,682</b>
Operasyonel Giderler	737	1,564	1,268	1,382	1,345
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>5,720</b>	<b>7,710</b>	<b>8,734</b>	<b>8,902</b>	<b>9,337</b>
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	73	-87	-89	-89	-89
Net Finansman Gelir (Gideri)	642	2,133	-858	-77	160
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>6,435</b>	<b>9,756</b>	<b>7,787</b>	<b>8,736</b>	<b>9,408</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-2,448	1,725	2,780	2,184	2,352
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>8,823</b>	<b>8,128</b>	<b>5,107</b>	<b>6,652</b>	<b>7,149</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>7,032</b>	<b>9,034</b>	<b>10,071</b>	<b>10,298</b>	<b>10,843</b>

Bilanço (mn ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>15,463</b>	<b>14,807</b>	<b>17,205</b>	<b>18,759</b>	<b>21,787</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,847	5,836	8,185	9,717	12,678
Ticari Alacaklar	4,502	4,342	4,487	4,519	4,580
Stoklar	3,761	4,092	4,061	4,051	4,056
Diğer Dönen Varlıklar	3,352	537	473	473	473
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>20,297</b>	<b>20,569</b>	<b>23,397</b>	<b>24,551</b>	<b>25,866</b>
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	11	11	11	11	11
Maddi Duran Varlıklar	13,711	14,102	16,930	18,084	19,399
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,552	3,645	3,645	3,645	3,645
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,805	2,613	2,613	2,613	2,613
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>35,760</b>	<b>35,376</b>	<b>40,601</b>	<b>43,310</b>	<b>47,653</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8,511</b>	<b>6,665</b>	<b>7,165</b>	<b>5,559</b>	<b>5,648</b>
Finansal Borçlar	2,799	1,552	1,373	331	217
Ticari Borçlar	3,332	3,641	3,614	3,605	3,808
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,380	1,472	2,179	1,623	1,623
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8,652</b>	<b>2,045</b>	<b>2,045</b>	<b>2,045</b>	<b>2,045</b>
Finansal Borçlar	188	136	136	136	136
Ticari Borçlar	0	0	0	-	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,463	1,908	1,908	1,908	1,908
<b>Özkaynaklar</b>	<b>18,597</b>	<b>26,666</b>	<b>31,392</b>	<b>35,707</b>	<b>39,961</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	18,597	26,666	31,392	35,707	39,961
Dönem Net Karı (Zararı)	8,823	8,128	5,107	6,652	7,149
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>35,760</b>	<b>35,376</b>	<b>40,601</b>	<b>43,310</b>	<b>47,653</b>

\*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2023 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

OYAK Çimento

Nakit Akım (mn ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>3,048</b>	<b>7,233</b>	<b>10,078</b>	<b>5,985</b>	<b>4,726</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	8,823	8,128	5,107	6,652	7,149
Amortisman & İtfa Payları	1,312	1,324	1,337	1,396	1,507
İşletme Sermayesindeki Değ.	-2,464	460	1,605	1,018	638
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-4,623	-2,679	2,029	-3,081	-4,568
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-1,629</b>	<b>-1,605</b>	<b>-2,105</b>	<b>-2,006</b>	<b>-1,424</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,467	-1,726	-2,105	-2,006	-1,424
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-162	121	0	0	0
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>1,419</b>	<b>5,628</b>	<b>7,973</b>	<b>3,979</b>	<b>3,302</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>1,191</b>	<b>-1,849</b>	<b>-3,841</b>	<b>-811</b>	<b>1,177</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	832	-230	-988	-740	-41
Temettü Ödemeleri	0	0	0	2,553	3,714
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-105	-3,353	-2853	-2,624	-2,496
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>2,147</b>	<b>2,045</b>	<b>4,132</b>	<b>3,169</b>	<b>4,479</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	-	16.7%	1.8%	0.7%	1.4%
Faaliyet Karı	-	35%	13%	2%	5%
FAVÖK	-	28%	11%	2%	5%
Net Kar	-	-8%	-37%	30%	7%
<b>Operasyonel Performans</b>					
Brüt Marj	24.5%	30.2%	32.0%	32.7%	33.5%
Faaliyet Kar Marjı	21.7%	25.1%	27.9%	28.3%	29.2%
FAVÖK Marjı	26.7%	29.4%	32.2%	32.7%	34.0%
Net Kar Marjı	33.5%	26.5%	16.3%	21.1%	22.4%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	-3.0%	50.3%	56.5%	59.0%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışla	11.6%	23.6%	32.2%	19.0%	14.8%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	5.4%	18.3%	25.5%	12.6%	10.3%

Rasyo Analizi	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Düzeltilmiş F / K (x)	7.9	8.6	13.7	10.5	9.8
FD / FAVÖK (x)	9.2	7.2	6.4	6.3	6.0
FD / Satışlar (x)	2.5	2.1	2.1	2.1	2.0
PD / Defter Değeri (x)	3.7	2.6	2.2	2.0	1.7
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	5.1%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-860	-4,148	-6,676	-9,249	-12,325

Kaynak: İş Yatırım

\*Çarpanlar dolar bazında hesaplanmıştır.

\*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2023 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenbilir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

**RİSKLER**

**Yurtiçi fiyatlama üzerindeki baskılar marjlara olumsuz etkileyebilir.** Yurtiçi tüketim, düşük baz yılı etkisi ve depremin vurduğu bölgelerden gelen talep artışının desteğiyle 1Ç24'te yıllık bazda %34 büyümüştür. Ancak, OYAK Çimento'nun gelirleri, çimento üreticilerinin enflasyonla mücadele programı ve depremin vurduğu bölgelerdeki yeniden yapılanma çabalarına destek olmak amacıyla, fiyat artışlarının sınırlı tutulması nedeniyle, 1Ç24'te yıllık bazda sadece %5 oranında artmıştır. Ertelenen yukarı yönlü fiyat güncellemeleri, yılın ikinci çeyreğinden itibaren yeniden ivmelenmesi beklenmektedir. Aksi takdirde halen yüksek olan enflasyon ortamında, operasyonların sürdürülmesi ve karlılığın korunması şirketler için zor olacaktır. Bununla birlikte, fiyat artışlarındaki gecikmenin devam etmesi, 2024 için ciro ve faaliyet karı tahminlerimiz için aşağı yönlü bir risk oluşturabilir. ABD doları bazında 2024 yılında ciro ve FAVÖK büyüme oranlarını sırasıyla %16,5 ve %10 olarak öngörüyoruz. Ek olarak, çimento toplam konut inşaatı maliyetleri içinde oldukça düşük (yaklaşık %3,2) bir paya sahiptir. Bu nedenle, geciken fiyat artışlarının inşaat maliyetleri üzerindeki etkisinin oldukça sınırlı olacaktır.

**İç piyasada karbon vergisinin ve/veya Avrupa'da SKDM'nin uygulanması daha yüksek maliyetlere yol açabilir** İç piyasada karbon vergisinin uygulanması ve çimento üreticilerinin bunu tüketicilere tam olarak yansıtamaması durumunda marjlar üzerinde baskı oluşturabilir. Benzer şekilde, 2026 yılında Avrupa'da SKDM'nin devreye girmesi, ihracatçılar için ek maliyet yaratabilir ve iç piyasada arzın artmasına yol açarak fiyatları baskılayabilir. Ancak OYAK, düşük karbon emisyonlu üretimi, gelecekte emisyonları düşürmeye yönelik somut hedefi ve düşük klinker içerikli çimento üretimindeki bilgi birikimi ile bu senaryoda, iç pazarda en iyi konumlanmış oyuncular arasında yer almaktadır.

**Alternatif yakıtlara yönelik artan talep gelecekte maliyet avantajını azaltabilir** Petkoka alternatif yakıtlar kullanmanın mevcut maliyet avantajı, giderek daha fazla üreticinin karbon ayak izini azaltmak için bunları kullanmak zorunda kalmasıyla gelecekte azalabilir.

**İhracat pazarlarındaki potansiyel zayıflık yurtiçi arzı artırabilir ve fiyatları düşürebilir** Türkiye'nin kurulu çimento üretim kapasitesi (2023'te 118 milyon ton) yurtiçi satışların (2023'te 69 milyon ton) çok üzerindedir ve bu da Türkiye'yi çimentoda net ihracatçı yapmaktadır. İhracat pazarlarındaki talep zayıflığı veya belirli pazarlara yönelik engeller (örneğin, 2023 yılında Türkiye'nin toplam çimento ihracatında yaklaşık %20'lik bir paya sahip olan İsrail'e ihracat yasağı bulunmaktadır) iç pazarda arzın artmasına yol açarak fiyatlar üzerinde baskı yaratabilir.

**Sektördeki Konsolidasyon Çabaları Rekabet Kuruluna Takılabilir.** Şirket, Türkiye'nin yanı sıra Avrupa ve ABD'de potansiyel satın almaları hedeflemektedir. Türkiye çimento pazarının parçalı yapısı nedeniyle, en büyük oyuncu olarak iç pazarda %18 paya sahip olan OYAK Çimento, rekabet kuralları çerçevesinde bölgesel anlamda fırsatları çok yakından takip etmektedir.

## ŞİRKETE GENEL BİR BAKIŞ

### Taiwan Cement Corporation (TCC)

Taiwan Cement Corporation (TCC) 1 Mayıs 1946'da kuruldu. 1954'te özelleştirildi ve yönetimi Koo Ailesi devraldı. 1962'de, Tayvan'da borsaya kote olan ilk şirket oldu. Günümüzde TCC, çimento ve beton, yenilenebilir enerji, enerji depolama sistemleri, yüksek verimli batarya, karbon siyahı, uluslararası nakliye ve kağıt dahil olmak üzere birçok sektörde ve 19'dan fazla ülkede aktif olarak faaliyet göstermektedir. 6 Mart 2024'te TCC, OYAK'tan Cimpor'un kalan %60 hissesini satın alarak şirketin %100 hissesine sahip oldu. Aynı tarihte TCC, TCC OYAK Amsterdam'ın (OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.'nin %75,81 hissesini kontrol eden kuruluş) hisselerinin %20'sini satın alarak payını %60'a çıkardı. Cimpor ve OYAK Çimento'nun Türkiye, Portekiz ve Afrika'da toplam 35 milyon ton çimento ve 18 milyon ton klinker üretim kapasiteleri bulunmaktadır. TCC'nin, Cimpor ve OYAK Çimento'nun satın alınmasıyla birlikte, dünya genelinde toplam 112 milyon ton çimento ve 83,8 milyon ton klinker üretim kapasitesi bulunmaktadır. OYAK Çimento ve Cimpor'un satın alınmasının ardından, Taiwan Cement Corporation grubu, Küresel Çimento Sektöründe 3. en büyük çimento üretim kapasitesine sahip olmuştur.

TCC, Türkiye, Çin ve Hollanda dahil olmak üzere Avrasya ve Afrika'nın çeşitli yerlerinde toplam 34 entegre tesis, 10 öğütme tesisi ve 3 kalsine kil tesisi bulunmaktadır. Şirketin, uluslararası pazarlara erişim sağlayan 3 liman ve 5 terminali, şirketin çimento küresel bir iş modeli yaratma noktasında önem teşkil etmektedir.

### OYAK Çimento

OYAK Çimento, Türkiye'nin önde gelen yapı malzemeleri tedarikçisi olarak gri ve beyaz çimento ile hazır beton, agrega ve kireç üretiminde uzmanlaşmıştır. Şirket, Türkiye'nin neredeyse her bölgesinde yer alan 7 entegre ve 3 öğütme çimento tesisi, 52 hazır beton tesisi ve 4 agrega ocağı işletmektedir. Ana faaliyet konusu hazır beton üretimi ve satışı olan OYAK Beton, hazır betonun yanı sıra agrega üretimini de amaçlamaktadır. Halihazırda OYAK Beton, Marmara, Ege, İç Anadolu, Akdeniz, Güneydoğu Anadolu ve Karadeniz bölgelerinde 52 hazır beton tesisi ile faaliyet göstermektedir. Ayrıca, İstanbul, Kocaeli, Ankara, Hatay, Denizli ve Balıkesir'de faaliyet gösteren 4 agrega, 1 kireç ve 1 mermer ocağı bulunmaktadır. Türkiye'deki büyük projelerin ana iş ortağı olan OYAK Beton, özellikle havaalanları, gökdelenler, köprüler, camiler, alışveriş merkezleri ve stadyum projeleri ile öne çıkmaktadır.

### Sahiplik Yapısı



Source: Şirket



**OYAK Çimento**

OYAK Çimento, Türkiye'nin 3 kıtada büyüyen ilk Türk üreticisi olup, iç pazarda kapasite ve pazar lideridir. Grup, üretim faaliyetlerini 6 coğrafi bölgede yürütmekte ve 7 coğrafi bölgede satış ve pazarlama faaliyetleri gerçekleştirmektedir. 1961 yılında kurulan OYAK, Türkiye'nin en büyük tamamlayıcı mesleki emeklilik fonudur. OYAK, madencilik metalurji, çimento, otomotiv lojistiği, enerji, gıda, tarım, hayvancılık, kimya ve finans gibi birçok sektörde faaliyet göstermektedir ve 38 binden fazla çalışanı ile 6 kıtada ve 25 ülkede 141 bağlı şirketi bulunmaktadır.

OYAK Çimento, Türkiye'nin en büyük halka açık çimento şirkettir ve 28/06/2024 tarihinde 77.9 milyar TL piyasa değerine sahiptir. OYAK Çimento'nun hisseleri Borsa İstanbul'da OYAKC sembolü ile işlem görmekte olup, OYAK Çimento BIST 30 ve 50 endekslerinde ve ayrıca MSCI endekslerinde yer alan tek çimento şirkettir.

Türk çimento sektöründe köklü bir geçmişe sahip olan şirket, Adana fabrikasının 1957'de faaliyete geçmesiyle faaliyetlerine başlamıştır. Son on yılda ise şirket kapsamlı bir dönüşüm geçirmiş ve kurumsal hissedar yapısında önemli değişiklikler yaşamıştır. Bu kapsamda, OYAK Çimento, 3 Aralık 2015 tarihinde kurularak Mayıs 2020'ye kadar OYAK Çimento, Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Mardin Çimento, Ünye Çimento gibi 5 listeli bağlı şirketi (ve listede olmayan Denizli Çimento adlı bağlı şirketi ile birlikte) ile birlikte faaliyet göstermiştir. 2018 yılında Taiwan Cement Corporation (TCC), OYAK Çimento ve Cimpor'un hissedarı olan Cimpor Global Holdings'in %40'ını satın alarak küresel bir marka olma yolunda önemli bir adım atmıştır. 2023 yılında Denizli Çimento'nun OYAK Çimento ile birleşmesi, OYAK Çimento için daha fazla sinerji yaratmıştır. Son olarak, 2024 yılında TCC, OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.'nin %75,81 hissesine sahip olan TCC OYAK Amsterdam'ın %20 hissesini satın alarak payını %60'a çıkarmıştır.

Ayrıca, OYAK Çimento, 2022 yılında "Net-Zero" taahhüdünü yapan ilk Türk çimento şirketi olmuştur. OYAK Çimento şu anda Türkiye'nin farklı bölgelerinde bulunan 7 farklı tesiste toplam 24 milyon ton çimento üretim kapasitesine sahiptir (İskenderun ve Ereğli tesislerinde kapasite artışları ile birlikte) ve 12,6 milyon ton klinker üretmektedir.

**Görsel: Fabrikalar ve Üretim Kapasiteleri**

**Adana Çimento** 3.5 m ton çimento and 3 m ton klinker



**Bolu Çimento** 2.5 m ton çimento and 1.4 m ton klinker



**Ankara Çimento** 1.75 m ton çimento and 1.3 m ton klinker



**Aslan Çimento** 3.3 m ton çimento and 1.8 m ton klinker



**Ünye Çimento** 2.75 m ton çimento, 1.6 m ton klinker



**Mardin Çimento** 2.7 m ton çimento and 1.85 m ton klinker



**Denizli Çimento:** 3 m ton çimento and 1.65 m ton klinker



## OYAK Çimento

OYAK Çimento'nun Türkiye'nin tüm bölgelerinde yaygın çimento üretimi gerçekleştirmesi, şirketin ülke çapında farklı topluluklarla bağlantı kurmasını ve her bir bölgesel pazara etkin bir şekilde entegre olmasını sağlamaktadır. Cementum, Powercem, Novocem, Duracem, Duracem+, Starcem, Alfacem, Wellcem ve Tiplus'tan oluşan geniş gri çimento ürün gamı, farklı inşaat ihtiyaçlarını kalite ve güvenilirlikle karşılamaktadır. Ayrıca, beyaz çimento serisinde yer alan Süperbeyaz, Probeyaz ve yenilikçi Karbeyaz, estetik incelik gerektiren projeler için premium seçenekler sunmaktadır. OYAK Çimento, bu geniş portföyü ile ülke çapında inşaatçılar ve müteahhitler için güvenilir bir ortak olmaya devam etmekte, her inşaat çalışmasında üstün performans ve dayanıklılık sağlamaktadır.

### Gri Çimento Ürünleri

**Cementum:** İçeriğindeki %12-20 mineral katkı oranı ile çevre dostu olması, yüksek dayanım ve dayanıklılığı sayesinde her türlü beton uygulamasında kullanılabilir.

**POWERCEM:** İçeriğindeki %21-35 mineral katkı oranı ile çevre dostu olması, yüksek dayanım ve dayanıklılığı sayesinde her türlü beton uygulamasında kullanılabilir.

**NOVOCEM,** içeriğindeki %36-50 mineral katkı oranı ile çevre dostu bir üründür. Çevresel etkilere karşı yüksek direnç gösterir.

**DURACEM,** %36-65 öğütülmüş granüle yüksek fırın cürufu içeriği ile sülfat ve deniz suyu etkilerine maruz kalan bölgelerdeki inşaat projeleri için uygundur. Sülfata karşı yüksek dayanımının yanı sıra düşük hidratasyon ısısı nedeniyle kütle beton projeleri için uygundur.

**DURACEM PLUS,** %66-80 öğütülmüş granüle yüksek fırın cürufu içeriği ile sülfat ve deniz suyu etkisine maruz bölgelerdeki inşaat projeleri için uygundur.

**STARCEM,** %36-55 mineral katkı oranına sahip, yüksek dayanıklılık ve düşük karbon emisyonu ile karakterize bir üründür. Çevresel etkilere karşı direnç gerektiren üretim süreçleri için uygundur.

**ALFACEM,** %51-65 mineral katkı oranı ile çevresel etkilere karşı yüksek direnç gösterir. Karbon ayak izinin 350 kg.CO2/tonun altında olması ile çevre dostu bir ürün olarak öne çıkmaktadır. Düşük hidratasyon ısısı nedeniyle kütle beton dökümlerinde kullanıma uygundur.

**WELLCM,** petrol sondaj kuyularının kenar dolgularında kullanılmak üzere tasarlanmış, 260°C sıcaklık ve 20.000 psi basınç koşullarında mükemmel işlenebilirlik ve mekanik özellikler sergileyebilen özel bir üründür. Yüksek sıcaklık ve basınç altında bile 6.000 metre derinliğe kadar priz almadan sondaj işlemlerine uygun yüksek mukavemet sağlar.

### Beyaz Çimento Ürünleri

**Süperbeyaz çimento,** özel seçilmiş hammaddeler ile üretilen bir Portland çimento çeşididir. Yüksek beyazlığı ve yüksek basınç dayanımı ile estetik ve dayanım gerektiren projelerde tercih edilir. Piyasadaki en yüksek dayanıma ve beyazlığa sahip ürünlerden biridir.

**Karbeyaz** En yüksek beyazlık değerine sahiptir ve piyasadaki en çevreci ürünlerden biridir.

**Probeyaz çimento,** özel seçilmiş hammaddeler ile üretilen bir Portland çimento çeşididir. Yüksek beyazlığı ve inceliği nedeniyle yapı kimyasalları üretiminde sıklıkla kullanılmaktadır.

## OYAK Çimento



- CEM VI (S-LL) 32.5 R
- CEM VI (S-L) 32.5 N



- CEM II/A-LL 42.5 R
- CEM II/A-M (S-L) 42.5 R
- CEM II/A-M (P-LL) 42.5 R
- CEM II/A-S 42.5 R



- CEM II/B-M (S-L) 42.5 R
- CEM II/B-M (S-V) 42.5 R
- CEM II/B-LL 32.5 R



- CEM II/C-M (P-LL) 32.5 N



- CEM III/A (S) 42.5 N



- CEM III/B (S) 32.5 N-SR



- CEM IV/B (P) 32.5 R
- CEM IV/B (P) 32.5 N



- CEM V/A (S-P) 32.5 R
- CEM V/A (S-P) 32.5 N
- CEM V/A (S-V) 32.5 R

Kaynak: Şirket



- CEM I 52.5 R



- CEM II/A-LL 52.5 R



- CEM II/B-LL 42.5 R

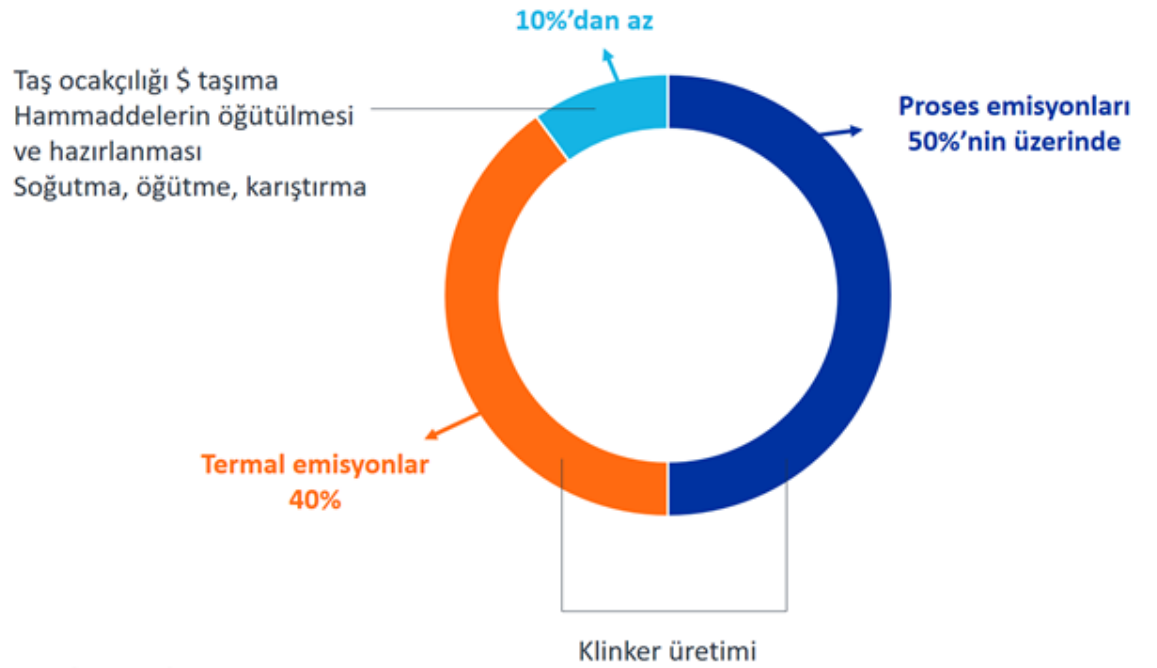


- CEM II/B-LL 32.5 R

## SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Çimento, temel olarak doğal kalker ve kil karışımının yüksek sıcaklıkta kalsinasyonu ve yakılması ile elde edilen hidrolik bir bağlayıcı malzemedir. Çimento üretiminin ilk aşaması, çimentonun temel ham maddesi olarak kabul edilen doğal kalker ve kil karışımının öğütme ve öğütme işlemlerinden sonra yüksek sıcaklıkta kalsinasyonu ve yakılmasıdır. Bu işlem sonucunda elde edilen ürün (yarı mamul) "klinker" olarak adlandırılır ve yüksek miktarda karbondioksit salınımına sebep olan kimyasal reaksiyonlara girer. Öyle ki, klinker üretimi, çimento üretiminin CO<sub>2</sub> emisyonlarının yaklaşık yüzde 90'ını oluşturmaktadır.

"Klinker" üretimi, çimento üretimindeki CO<sub>2</sub> emisyonlarının çoğunu oluşturmaktadır

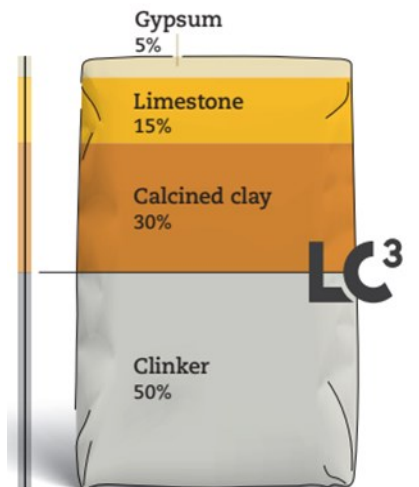


Beton, modern dünyayı kelimenin tam anlamıyla bir arada tutmaktadır. Malzeme ve bağlayıcı maddesi çimento, kalkınma için gerekli bina ve yollarda ve sürdürülebilir büyüme için kritik öneme sahip altyapıda kilit bir bileşen oluşturmaktadır.

Çimento endüstrisi aynı zamanda dünyadaki sera gazı emisyonunun yaklaşık yüzde 7'sini üretmektedir. Üreticiler son yıllarda emisyonları azaltmış olsa da, 2050 yılına kadar karbon-nötr çimento hedefine ulaşmak için sektörün bu çabaları önemli ölçüde hızlandırması gerekmektedir.

Çimento şirketleri karbon ayak izlerini azaltmayı amaçlayan çeşitli yenilikçi teknolojilerin pilot uygulamalarını gerçekleştirmektedir. Karbon yakalama, kullanma ve depolama (CCUS) yöntemini kullanarak, CO<sub>2</sub>'nin depolanması ya da kimyasal, beton veya plastik yapımında kullanılması yoluyla salınmasını önlemeye çalışmaktadırlar. Çimento üreticileri ayrıca klinkeri daha az emisyon yoğun malzemelerle ikame ederek veya alternatif bağlayıcı malzemeler kullanarak klinkerin, çimento üretimine katılma oranını azaltmayı araştırmaktadır.

### LC<sup>3</sup> Paket İçeriği



Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı

## OYAK Çimento

Araştırmalara göre, çimento üretiminde daha düşük ayak izi elde etmek için en umut verici seçenek, beton ve harçlarda Portland çimentosu yerine klinker ikamelerinin kullanımının artırılmasıdır. LC3 veya "kalker kalsine kil çimentosu" olarak bilinen ürün, çimento üretiminde kullanılan klinkerin %50'sine kadar ikame edebilmekte ve sıradan Portland Çimentosu (OPC) ile benzer veya daha iyi performans özelliklerine taşımaktadır. Kireçtaşı, klinker ve kalsine kilden harmanlanan LC3 çimentosu, üretim sürecindeki karbon emisyonlarını %40'a kadar azaltabilmektedir.

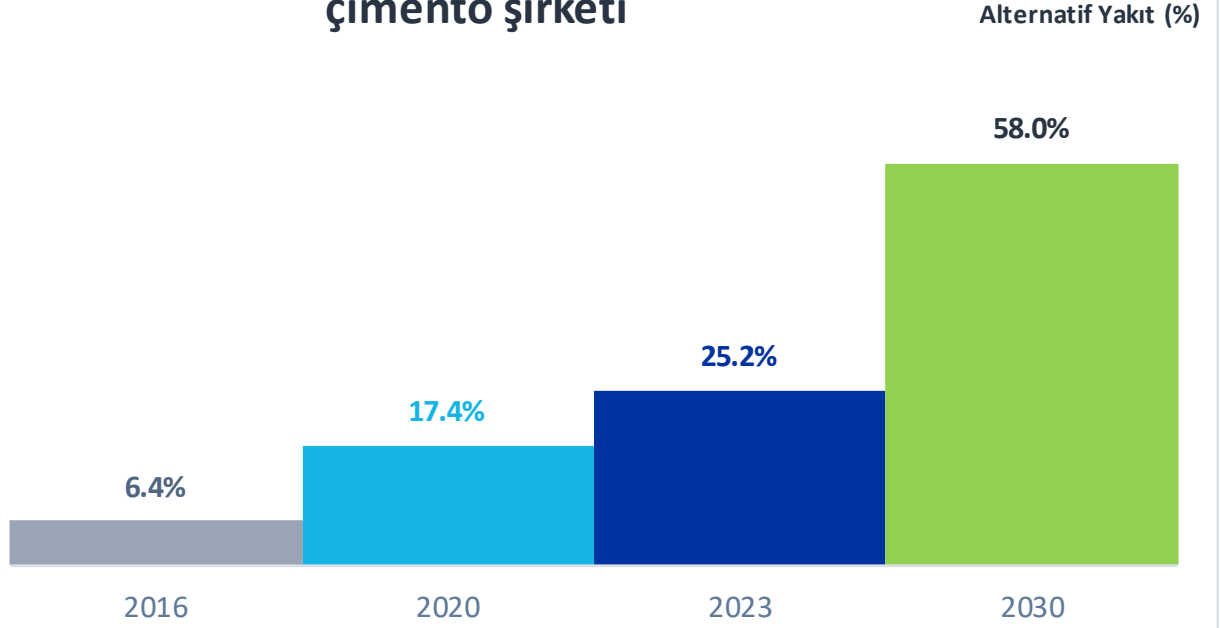
OYAK Çimento'nun genel yatırım yaklaşımı, projelerin yenilikçi özelliklerine, Türkiye'de atık yönetimine öncülük etmesine ve tüm çevresel riskleri ortadan kaldırmasına dayanmaktadır. OYAK Çimento çatısı altında faaliyet gösteren 7 entegre çimento fabrikasında klinker üretiminde alternatif yakıt kullanımının artırılması ve böylece fosil yakıt kullanımının kademeli olarak azaltılmasına yönelik projeler devam etmektedir.

OYAK Çimento, küresel trendlere paralel olarak, çeşitli katkı maddeleri kullanarak içerikteki klinker payını azaltmaya odaklanan birçok çevre dostu çimento esaslı ürün geliştirmiştir. Şirket'in LC3 özelliğine sahip farklı ürün tipleri bulunmaktadır. Örneğin ALFACEM, 350 kg.CO2/ton'un altındaki karbon ayak izi ile fark yaratan yeşil bir ürün olmasının yanı sıra, %51-65 mineral katkı oranı ile çevresel etkilere karşı oldukça dayanıklı bir ürün olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca OYAK Çimento'nun diğer ürünleri Powercem, Novocem, Starcem de içerdikleri katkı ve daha düşük klinker ile geleneksel yüksek CO2 emisyonlu çimentolu ürünlerden ayrılmaktadır.

**OYAK Çimento, 2050 yol haritası doğrultusunda çalışmalarını sürdürmektedir.** Bu kapsamda, küresel sıcaklık artışını 1,5°C ile sınırlandırmak için şirketlerin bilimsel temelli hedefler koyması için gereken kriterleri bir araya getiren "Net-Sıfır" taahhüdünü Türkiye'de ilk yapan çimento şirketi olan OYAK Çimento, 2023 yılında "Net-Sıfır" taahhüdünü Bilim Temelli Hedefler Girişimi (SBTi) tarafından tescil ettirmiştir. OYAK Çimento, 2021 yılı karbon emisyonlarını 2030 yılına kadar %22,8 oranında azaltacağını beyan etmiştir. Şirket, yenilikçi ürün gamı ve klinker kullanımını azaltmaya yönelik çalışmalarının yanı sıra, üretim süreçlerini CO2 azaltım hedefi doğrultusunda dönüştürmek için yatırımlar yaparak Net Sıfır gündemini iddialı bir şekilde takip etmektedir. Bu doğrultuda OYAK Çimento, alternatif yakıt kullanım oranını ve yenilenebilir enerji kullanım oranını artırmak için agresif yatırımlar yapmıştır. Atık ısı geri kazanım ve yenilenebilir enerji üretim sistemlerini üretim süreçlerine entegre eden şirket, 2030 yılına kadar alternatif yakıt kullanım oranını %58'e, yenilenebilir enerji kullanım oranını ise %70'e çıkarmayı hedeflemektedir. Bu hedefler ilk bakışta iddialı gibi görünse de, alternatif kaynakların mevcut yüksek kullanım düzeyi, kararlı yol haritası ve yatırım planı ikna edici görünmektedir. OYAK Çimento'nun 2023 yılı itibarıyla %25,2 alternatif yakıt kullanım oranı ve %6,5 yenilenebilir enerji kullanım oranı ile Türkiye pazar ortalamasının çok üzerinde olduğunun da altını çizelim.

OYAK Çimento'nun çeşitli lokasyonlarında iç tüketimde kullanılmak üzere 210 MW'ın üzerinde kurulu güce sahip atık ısıdan enerji geri kazanımı ve güneş enerjisi santrallerinin kurulmasına yönelik çalışmalar devam etmektedir. Bu yatırımlarla OYAK Çimento'da yenilenebilir enerji kullanımının %45'in üzerine çıkarılması hedeflenmektedir. Bir dijital dönüşüm projesi olan OYAK Çimento 4.0 ile sunulan yaratıcı ve yenilikçi dijital çözümler ile sürdürülebilir operasyonlar için endüstriyel dijitalleşme, enerji verimliliği ve kalite artışı hedeflenmektedir.

## Türkiye'de “Net Sıfır” taahhüdünde bulunan ilk çimento şirketi

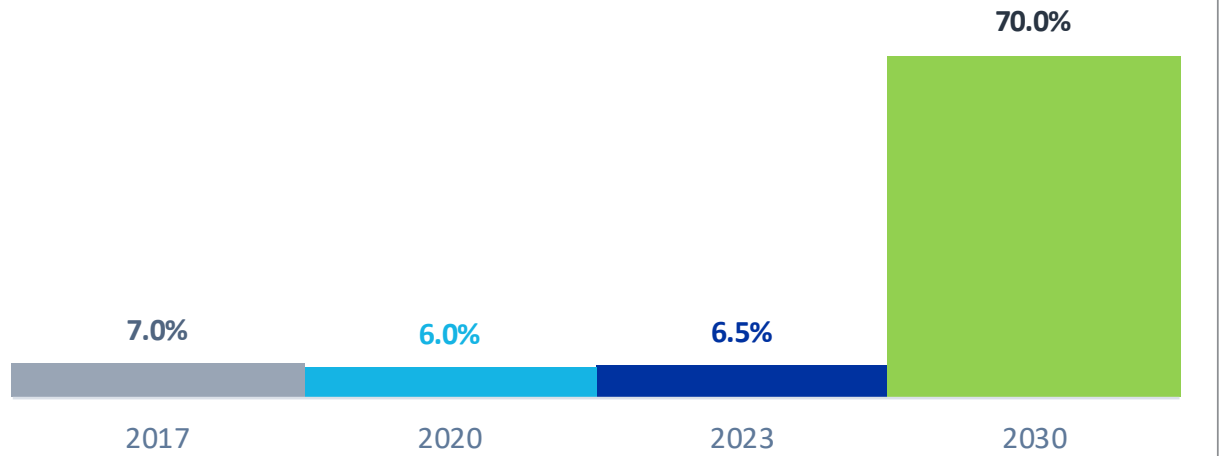


Kaynak: Şirket

Alternatif yakıt kullanım oranı, şirketin fosil yakıt ikame oranını göstermektedir. OYAK Çimento halihazırda %25.2 ile Türkiye'deki en yüksek alternatif yakıt kullanım oranına sahiptir. Şirket, daha da ileriye giderek 2030 yılında %58'e ulaşmayı planlamaktadır.

## Sürdürülebilirlik

- Atık Isı Geri Kazanım yatırımları
- Alternatif yakıt yatırımı
- Fotovoltatik enerji santrali yatırımları



Yenilenebilir enerji tarafında, OYAK Çimento kapasitesini artırmak için çeşitli yatırımlar başlatmıştır. Halihazırda %6,5 olan yenilenebilir enerji kullanım oranı, i) Adana, Mardin ve Ankara fabrikalarındaki WHR yatırımları ve ii) Adana, Mardin ve Denizli fabrikalarındaki güneş enerjisi santrali yatırımları sayesinde çok daha yüksek seviyelere ulaşacaktır. Ayrıca, şirket Ankara Beypazarı'nda bir güneş enerjisi santrali kurmayı planlamaktadır.

**OYAK Çimento**

Çimento üretimi ile ilgili CO2 emisyonunu azaltmak için global ölçekte üzerinde çalışılan veya global şirketler seviyesinde kullanılan öne çıkan yöntemler ve OYAK Çimento'nun her biri için durumu aşağıdaki gibidir”:

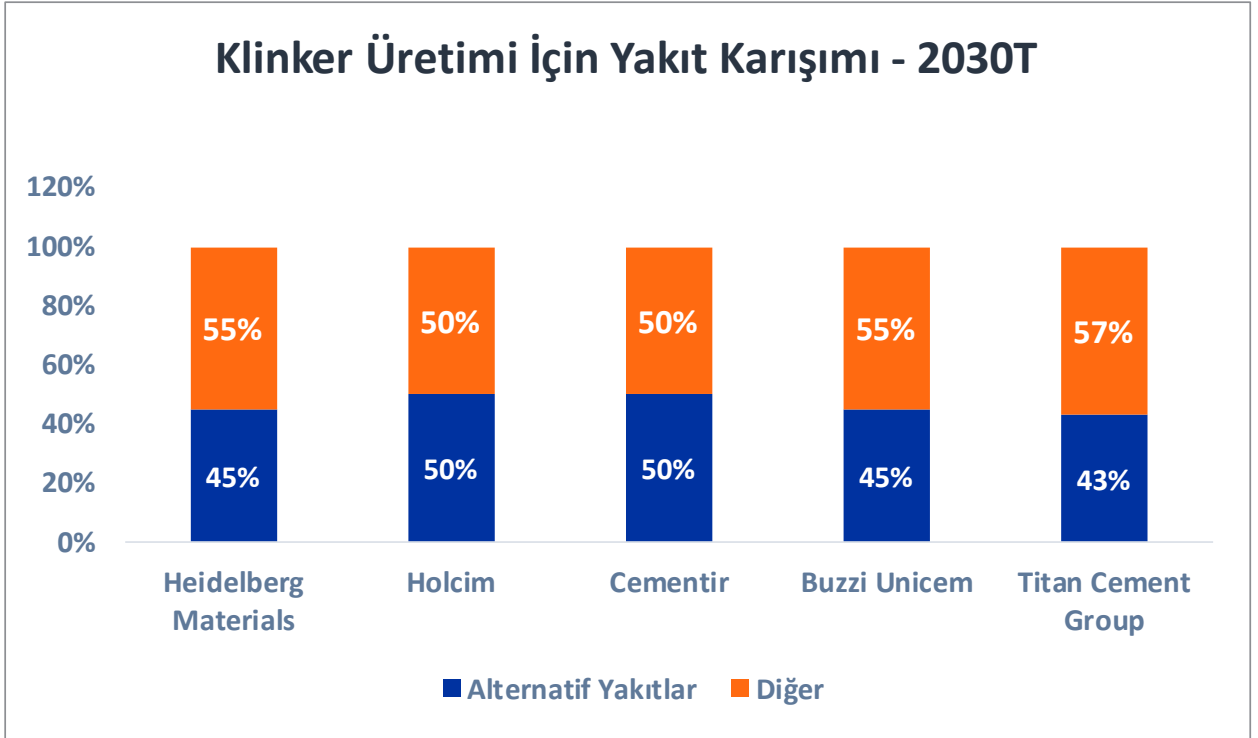
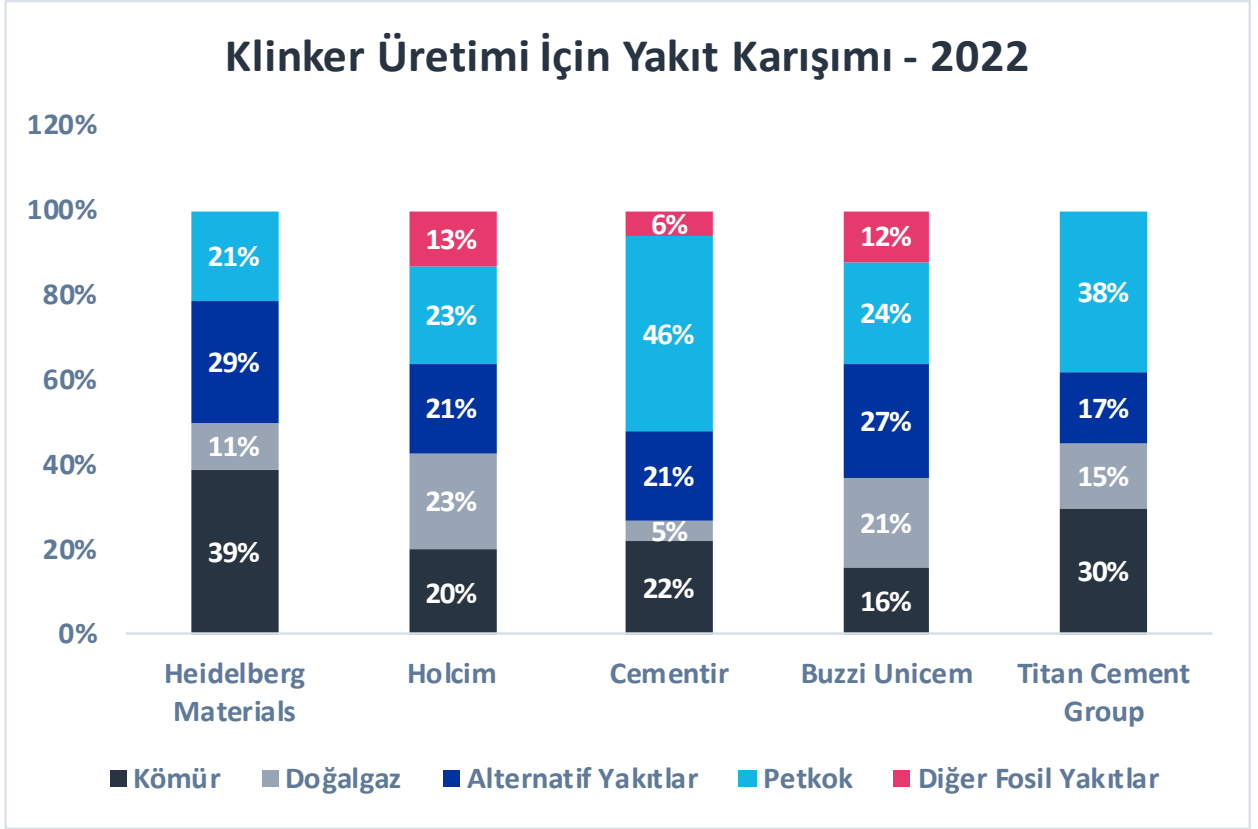
- i) **Klinkerin tamamlayıcı çimentomsu malzemeler ile değiştirilmesi yoluyla çimento-klinker oranının azaltılması;** OYAK Çimento, kalsine kil ile ilgili olarak kardeş şirket Cimpor'dan know-how transfer etmeye hazırdır. Kalsine kil üretim kabiliyeti, şirketin klinker ihtiyacını azaltacaktır.
- ii) **Klinker üretiminde alternatif yakıtların kullanımı ile birlikte fırın prosesinin enerji verimliliğinin artırılması;** OYAK Çimento entegre atık ısı geri kazanımı sistemlerinin kurarak enerji verimliliğini artırmaktadır.
- iii) **Daha düşük CO2 emisyonu sağlayan alternatif klinker teknolojilerinin (ACT) geliştirilmesi:** Cimpor, OYAK Çimento'ya da transfer edilmesi planlanan x-klinker teknolojisine sahiptir.
- iv) **Karbon yakalama, kullanma ve depolama (CCUS), yani salınan CO2'nin belirli uygulamalar için tutulması ve kullanılması,** Bu alanda kardeş şirket Cimpor önderliğinde çalışmalar ve global işbirliği fırsatları değerlendirilmektedir.
- v) **Özellikle fosil olmayan enerji kaynaklarından üretilen yenilenebilir elektriğin kullanılması durumunda klinker üretim sürecinin elektrifikasyonu:** Cimpor'un x-klinker teknolojisi yakıt olarak yenilenebilir enerji kullanmakta ve karbon emisyonlarını azaltmaktadır.

**OYAK Çimento ve Yerli & Yabancı Benzer Şirketlerin Yeşil Dönüşüm Durumları ve Hedefleri**

	CO <sub>2</sub> Emisyonu (kg CO <sub>2</sub> /ton çimento, net)		Alternatif Yakıt Kullanımı		Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Sağlanma Oranı	
	2023	2030T	2023	2030T	2023	2030T
<b>OYAKC</b>	633	456	26%	58%	7%	70%

	Klinker Üretimi İçin Yakıt Karışımı							
	2022					2030		
	Kömür	Doğalgaz	Alternatif	Petkok	Diğer Fosil	Diğer	Alternatif	Diğer
<b>Heidelberg Materials</b>	39%	11%	29%	21%			45%	55%
<b>Holcim</b>	20%	23%	21%	23%	13%		50%	50%
<b>Cementir</b>	22%	5%	21%	46%	6%		50%	50%
<b>Buzzi Unicem</b>	16%	21%	27%	24%	12%		45%	55%
<b>Titan Cement Group</b>	30%	15%	17%	38%			43%	57%





Kaynak: Şirket, PwC Çimento Raporu 2024

## SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Kişi başına çimento tüketimi, altyapı projeleri, konut inşaatı ve ekonomik büyümeye paralel olarak, hızla büyüyen GSYİH ve artan nüfusa sahip ülkelerde gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Küresel çimento üretimi 2023 yılında 4,1 milyar tona ulaşmıştır. Çin 2,1 milyar ton, Hindistan 410 milyon, Vietnam 110 milyon ve ABD 91 milyon ton üretmiştir. Çin, çimento üretimi ve tüketiminde %50'den fazla pay ile dünya lideridir. Türkiye'nin çimento üretimi 81,5 milyon ton olup, 2023 yılında dünya çimento üretiminin yaklaşık %2'sini oluşturmaktadır.

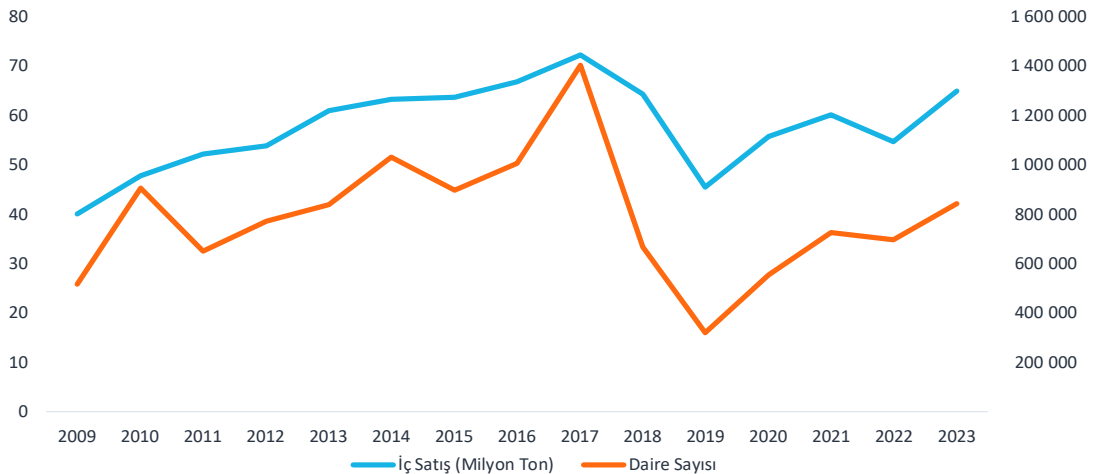
mn ton	Çimento Üretimi		Klinker Kapasitesi		Global Çimento Üretimindeki Pay		Global Klinker Kapasitesindeki Pay	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Çin	2100	2100	2000	2000	51.0%	50.7%	53.0%	52.7%
Diğer	850	850	600	600	20.6%	20.5%	15.9%	15.8%
Hindistan	380	410	290	300	9.2%	9.9%	7.7%	7.9%
Vietnam	120	110	100	110	2.9%	2.7%	2.6%	2.9%
Amerika Birleşik Devletleri	93	91	100	100	2.3%	2.2%	2.6%	2.6%
Türkiye	74	81.5	92	92	1.8%	2.0%	2.4%	2.4%
Brezilya	64	63	60	60	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%
Endonezya	64	62	79	79	1.6%	1.5%	2.1%	2.1%
Rusya	61	57	80	80	1.5%	1.4%	2.1%	2.1%
İran	59	65	81	81	1.4%	1.6%	2.1%	2.1%
Japonya	53	50	54	54	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
Suudi Arabistan	52	53	75	75	1.3%	1.3%	2.0%	2.0%
Güney Kore Cumhuriyeti	51	50	62	62	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%
Meksika	50	50	42	42	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
Mısır	46	50	60	60	1.1%	1.2%	1.6%	1.6%
<b>Toplam</b>	<b>4,117</b>	<b>4,143</b>	<b>3,775</b>	<b>3,795</b>				

Kaynak: Mineral Commodity Summaries 2024

Çimento endüstrisi, ülkelerin inşaat ihtiyaçlarını karşılamaları ve ekonomik büyümeyi canlandırmaları için çok önemli bir sektördür. Türk çimento sektörü, farklı çimentolu ve yapı malzemeleri ürünlerinin üretim kapasitesi açısından gelişmiş bir sektördür. Ülke genelinde çimentolu ürünler üreten, çok sayıda orta ve küçük ölçekli oyuncunun yanı sıra, küresel çapta faaliyet gösteren ve dünya devleriyle kapsamlı iş ilişkileri ve ortaklıkları olan büyük şirketler de bulunmaktadır.

Türkiye'de çimento talebinin en büyük payını konut inşaatları oluşturmaktadır. Altyapı inşaatları ve mega projelerden gelen talep son yıllarda talebi desteklemiştir. Ayrıca deprem bölgesindeki kentsel dönüşüm projeleri ve yeniden yapılanma faaliyetleri de çimento talebini canlı tutması beklenmektedir. Aşağıdaki şekilde görüldüğü üzere, Yapı Ruhsatı Alınan Konut Sayısı ile Yurtiçi Çimento Satışları arasında bir korelasyon bulunmaktadır.

Yapı Ruhsatı Verilen Daire Sayısı ve Yurt İçi Çimento Satışları



Kaynak: TÜİK, Türkiye Çimento Derneği

**OYAK Çimento**

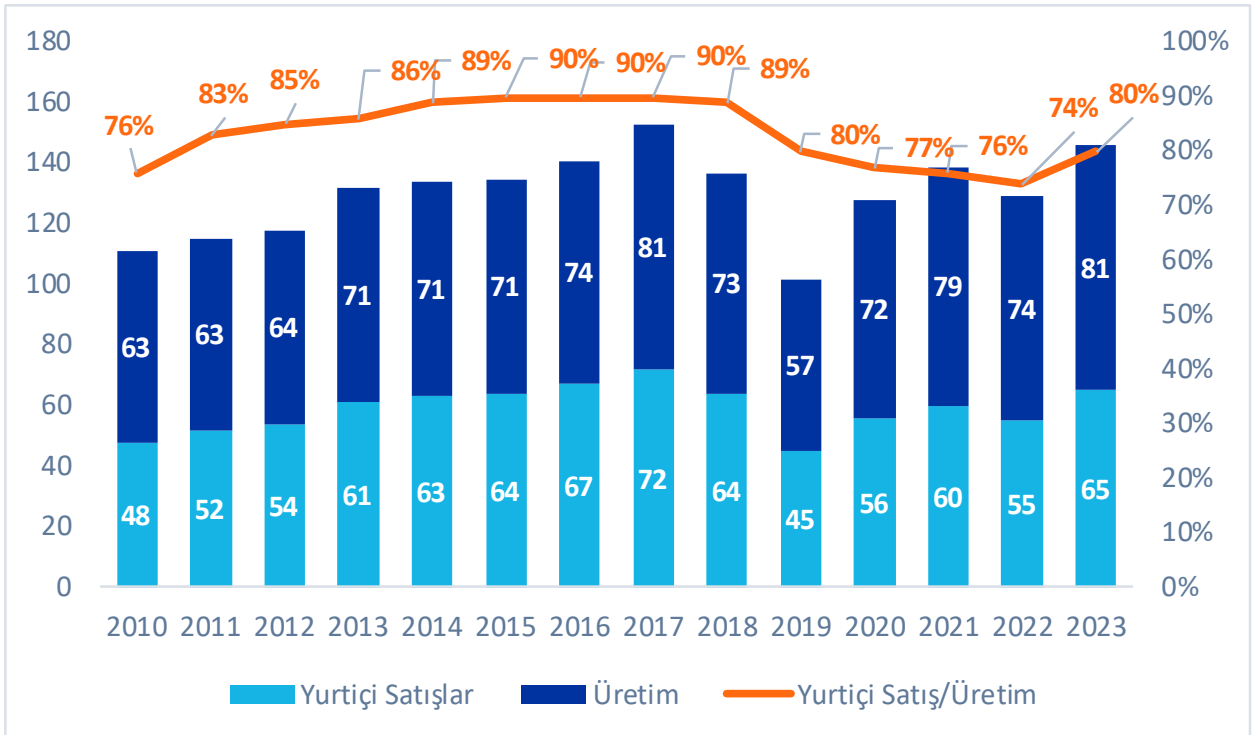
Enerji, çimento şirketleri için en büyük gider kalemidir. Pandemi sonrası dönemde, çimento endüstrisi üretim giderlerinde önemli bir artışla karşı karşıya kalmış; yakıt, elektrik ve uluslararası navlun fiyatlarında çift haneli artışlar yaşanmıştır. Ayrıca, serbest tahsisin üzerindeki hacimler için marjinal CO2 maliyetlerinde hızlı bir artış yaşandı ve bu da kaçınılmaz olarak çimento fiyatlarını yükseltti. 2023 yılında, dünya enerji fiyatlarında, özellikle kömür ve petrokok maliyetlerinde önemli bir düşüşe tanık olurken, CO2 fiyatlarındaki son düşüşün (80'den yaklaşık 55 EUR/t'a) çimento fiyatlandırması üzerindeki etkisi özellikle Avrupa'da gözlenmemektedir. TL bazında petrokok fiyatları %15, elektrik fiyatları %20, ithal kömür fiyatları -%32 ve yerli kömür fiyatları %45 oranında artmıştır.

Petrokok ve kömür sektörün en önemli ve geleneksel enerji kaynakları olmakla birlikte, çimento sektörünün son dönemdeki en önemli gündemi olan yeşil dönüşüm doğrultusunda alternatif yakıtların kullanımı artmaktadır. CO2 emisyon azaltımı ve net sıfır hedeflerinin sürdürülebilmesi için üretim sürecinde sürdürülebilir kalkınma ilkelerinin uygulanması öne çıkan trendler haline gelmiştir. Bu düşüncelerin önümüzdeki yıllarda da güçlü bir şekilde devam etmesi ve şirketleri yeni paradigmaya uyum sağlamaya zorlamaya beklenmektedir. Buna ek olarak, daha düşük CO2 emisyonları ile sonuçlanan yeni yatırımlar da giderek daha fazla gündeme gelecektir.

Türkiye genelinde 31 grup ve üreticiye ait 56 aktif entegre tesis ve 18 öğütme ve paketleme tesisi bulunmaktadır. 2023 yılı Türkiye Çimento verilerine göre Türkiye'nin klinker üretim kapasitesi 97 milyon ton, çimento üretim kapasitesi ise 148 milyon ton olup, Türkiye kapasite bakımından Çin ve Hindistan'dan sonra üçüncü sırada yer almaktadır.

Şubat 2024 Türkiye Çimento verilerine göre çimento üretimi 12,1 milyon tondur. Toplam satışlar 10 milyon ton iç satış ve 2 milyon ton dış satış olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde klinker dış satışı 744.658 ton olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin sahip olduğu kapasite fazlası, şirketleri ihracat pazarlarına yönelmektedir.

**Grafik: Türkiye Çimento Üretimi ve Satışları**



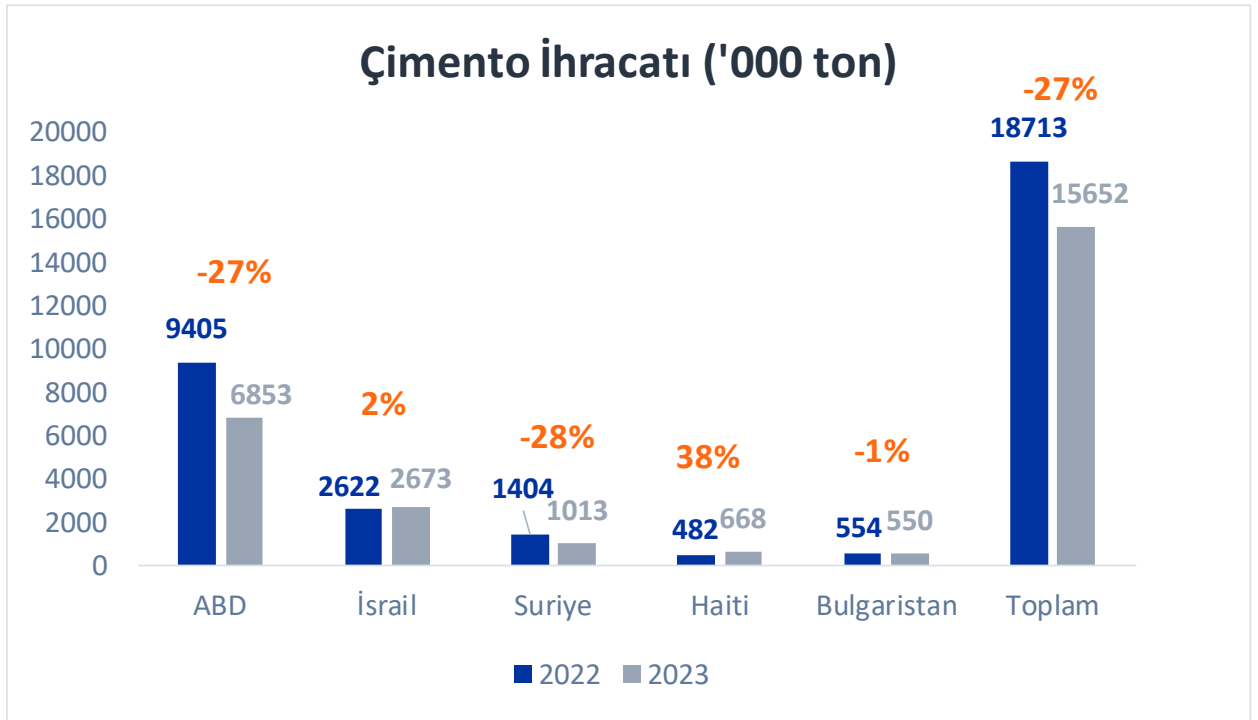
Kaynak: Türkiye Çimento Derneği

## OYAK Çimento

Ancak kapasite kullanımı ve üretim oranları, talep ve maliyet görünümüne göre her yıl değişmektedir. Şubat 2024 sonu verilerine göre Türkiye'de çimento üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,86 oranında artmıştır. Bu dönemde üretilen çimentonun yaklaşık %16,24'ü ihraç edilmiştir. Bu dönemde iç satışlar %35,13 oranında artarken, ihracat %11,96 oranında azalmıştır. Türk Çimento'nun Şubat 2024 verilerine göre iç satışlar tüm bölgelerde artarken, ihracat Karadeniz ve Doğu Anadolu bölgeleri hariç tüm bölgelerde azalmıştır.

Deprem sonrası dönemde deprem bölgesinde yeniden yapılanma faaliyetleri başlatılmış ve kentsel dönüşüm faaliyetlerine hız verilmiştir. Güçlü talebe ek olarak, çimento sektörü için maliyet görünümü 2022 yılında sert bir darbe aldıktan sonra toparlanmıştır. Yakıt ve elektrik maliyetlerinin normalleşmesi giderleri azaltmış ve marjları önemli ölçüde güçlendirmiştir. Genel olarak, çimento sektörü 2023 yılında güçlü bir yıl geçirmiştir.

Öte yandan, 2023 yılında hem çimento hem de klinker ihracatı daralmıştır. 2022'de 8,5 milyon ton olarak gerçekleşen klinker ihracatı, 2023 yılında %53,4 oranında azalarak 4,0 milyon tona gerilemiştir. Çimento ihracatı ise 2023 yılı sonunda 15,2 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Ülkelerin yüksek enflasyonu kontrol altına almak için 2023 yılında sıkı para politikaları uygulaması, talebi kısıtlamıştır. Zayıf talebe ek olarak, küresel çimento pazarında artan rekabet marjlar ve karlılık üzerinde baskı oluşturmuştur. TÜİK rakamlarına göre, 2023 yılında toplam ihracat (çimento + klinker) geliri 1.264 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin sektör ihracat geliri geçtiğimiz yıl 1.547 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiş olup, ihracat gelirlerinde %18'lik bir azalmaya işaret etmektedir. (Kaynak: Türk Çimento)



Kaynak: Şirket

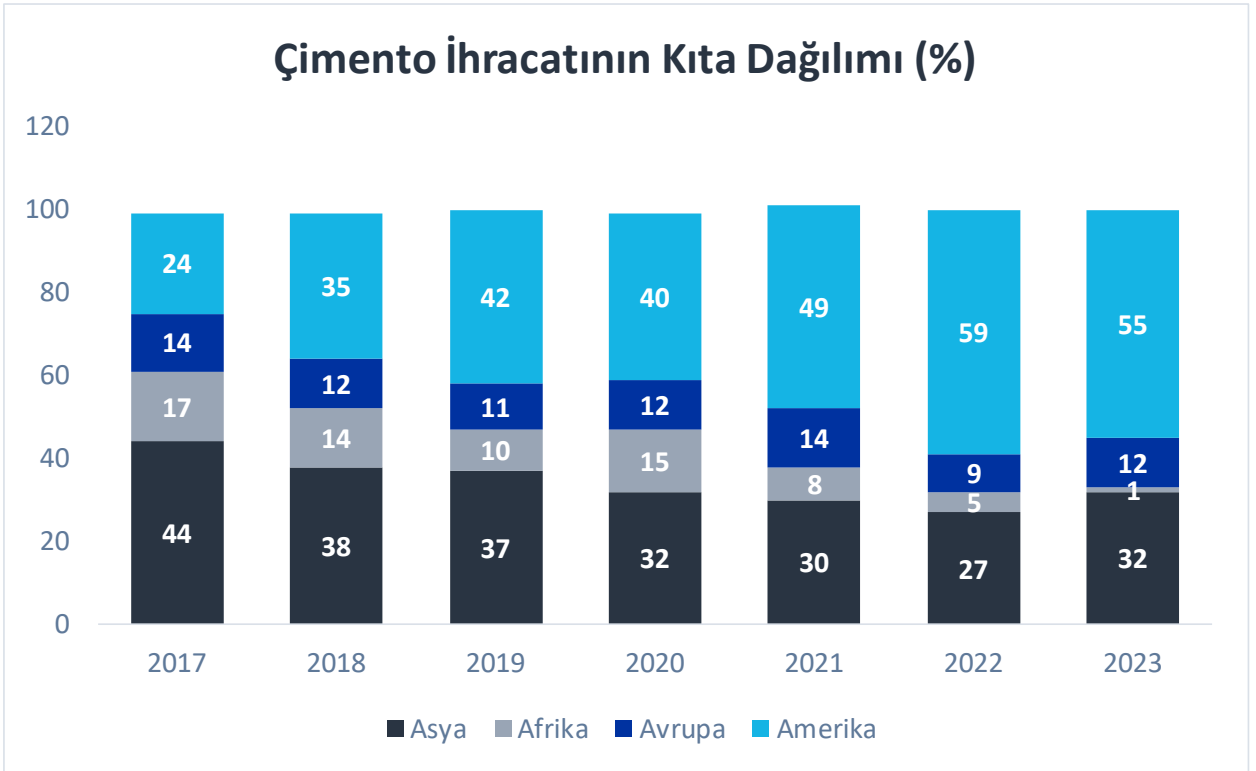
## OYAK Cement

Benzer şekilde, toplam ihracata tonaj olarak bakıldığında, 2022 yılında 27,2 milyon ton olan Türkiye ihracatı, 2023 yılında %27,6'lık bir düşüşle 19,7 milyon tona gerilemiştir (Kaynak: OAİB). Son 6 yılda ABD en önemli ihracat pazarı haline geldi. ABD'ye 2023 yılında 7,1 milyon ton çimento ihraç edilmiştir. Yükselen bir pazar olan İsrail pazarı ise Türkiye'den 3,5 milyon ton çimento ithal etmiştir. Ayrıca Suriye 1,0 milyon ton ile üçüncü sırada yer almıştır. Çimento ihracatının %47'si ABD'ye, %23'ü ise İsrail'e gerçekleştirilmiştir. Diğer önemli pazarlar ise Suriye, Haiti ve İtalya'dır.

Çimento en çok ABD ve Haiti'nin etkisiyle özellikle Kuzey Amerika kıtasına ihraç edilmiştir. Orta Doğu ülkeleri ise İsrail ve Suriye pazarlarının etkisiyle ikinci önemli pazar konumundadır. Klinker ihracatı ise daha çok talebin arttığı Avrupa ülkelerine yönelmiştir. Klinkerin büyük bir kısmı İspanya, Belçika ve İtalya'ya ihraç edilmiştir. Klinkerin %52'si Avrupa'ya ihraç edilirken, diğer bölgelerin payı hemen hemen aynı oldu.

Türkiye, İsrail'in Filistin'e yönelik saldırılarını protesto etmek amacıyla 9 Nisan 2024 tarihinden itibaren diğer birçok ürünün yanı sıra çimento ihracatına da kısıtlama getirdi. Bu bağlamda, Türkiye'nin toplam çimento ihracatının yaklaşık %23'ünü gerçekleştirdiği ikinci büyük çimento ihracat pazarı olan İsrail'e ihracatın yasaklanması, bu ülkeye ihracat yapan şirketleri alternatif pazarlar bulmaya zorlamıştır.

## Grafik: Çimento İhracatının Kıtalar Göre Dağılımı



## 2024 Beklentileri

Yurtiçi talebin 2024 yılında da güçlü kalması beklenmektedir. Konut satışlarındaki önemli düşüşe ve yeni konut inşaatlarındaki durgunluğa rağmen, çimento talebinin 2023 seviyelerine yakın kalması beklenmektedir. Bütçe açığı göz önüne alındığında, hükümetin mega projelere ve altyapı projelerine yaptığı harcamaların, deprem bölgesi dışında yavaşlaması beklenebilir. Deprem bölgesindeki yeniden yapılanmanın hızlanması ve çimento talebini canlı tutması bekleniyor. Ayrıca, son dönemde hız kazanan kentsel dönüşüm de talebi desteklemektedir.

**OYAK Çimento**

Devam eden sıkı para politikası ortamının 2024 yılı sonuna kadar devam etmesi ve konut talebini daha da azaltması beklense de, bazı büyük ve finansal açıdan sağlam konut geliştiricileri, bu dönemin geçici olduğunu düşünmekte ve buna göre stratejiler geliştirmektedir. Örneğin, yüksek enflasyon ve konut arzı sıkıntısı göz önüne alındığında, önümüzdeki yıllarda canlanan talebi karşılamak üzere büyük projelere yatırım yapmak için uygun bir fırsat penceresi olabileceğine inanmaktadırlar.

Küresel çimento piyasası, küresel ekonominin birçok önemli engelle karşı karşıya kalması nedeniyle dalgalı bir seyir izlemektedir. Başlıca merkez bankalarının sıkılaştırıcı para politikaları, ekonomik faaliyetleri önemli ölçüde yavaşlatmış ve sıkılaştırma döngüsünün başlamasından bu yana resesyon riski artırmıştır. ABD ekonomisinin temelleri daha güçlü ve ekonominin resesyona girme ihtimali daha az iken, Avrupa ekonomileri sıkı politika ortamından daha olumsuz etkilenmiştir. Buna ek olarak, Ukrayna ve Rusya arasındaki savaş nedeniyle enerji fiyatlarındaki artış Avrupa ekonomileri üzerinde baskı yaratmakta ve resesyon sinyalleri güçlenmektedir. Buna ek olarak, Çin ekonomisi salgın hastalıklarla mücadele için uygulanan sıkı kapatma politikasının ardından toparlanmaya çalışmakta, birçok şirket ve sektör aşırı borç sorunlarıyla mücadele etmekte, bu da faaliyetlerini engellemekte ve ekonomik yavaşlamaya yol açmaktadır. Son olarak, Orta Doğu, Kızıldeniz ve Güney Asya'daki jeopolitik gerilimler, savaşlar ve çatışmalar belirsizlik yaratmakta ve ticaret yollarının güvenliğine ilişkin tehditler yaratmakta ve emtia fiyat istikrarını bozarak ekonomik faaliyetleri tehdit etmektedir. Sonuç olarak, küresel talep bir dizi sorun tarafından baskılanmaktadır. Bu anlamda, birçok bölgede ekonomik faaliyetler daraldıkça çimentolu ürünlere yönelik talebe yönelik görünüm olumlu olmaktan uzaktır. Buna ek olarak, Çin'in çimento talebi azaldıkça, Çin'e ihracat yapan çimento şirketleri yeni pazarlar aramaktadır. Bu durum küresel çimento pazarında rekabetin artmasına ve fiyatlar üzerinde baskıya yol açmaktadır. Dolayısıyla ihracat tarafında, Türk çimento şirketleri karamsar bir tablo ile karşı karşıya kalmakta ve bu yüzden ihracat payının artmaması ve 2023 seviyesine paralel kalacağı öngörülmektedir.

**Depremlerin Etkisi**

6 Şubat 2023 tarihinde Türkiye, merkez üsleri Kahramanmaraş'ın Pazarcık ve Elbistan ilçeleri olan 7.6 ve 7.7 büyüklüğünde iki büyük depremle sarsıldı. Depremin ardından yaklaşık 278 bin bina ve 650 bin konutun ağır veya orta derecede hasar gördüğü tahmin edilmektedir. Ocak 2024 itibarıyla yeniden inşa edilecek 650 bin konutun sadece %27'si (yaklaşık 175 bin konut) TOKİ tarafından projelendirilmiş ve ihale edilmiştir. Haliyle, çimento sektörü de bölgede yaşanan olaylardan derinden etkilenmektedir. OYAK Çimento, toplam 4,85 milyon ton klinker ve 7,5 milyon ton çimento kapasitesine sahip 3 fabrikası ile bölgede faaliyet gösteren en büyük çimento şirkettir. Bölgede yeniden yapılanma faaliyetleri devam ederken, OYAK Çimento'nun yüksek kaliteli ürünlerinin önümüzdeki yıllarda da bölgedeki talep fazlasını karşılamada öne çıkacağı düşünülmektedir.

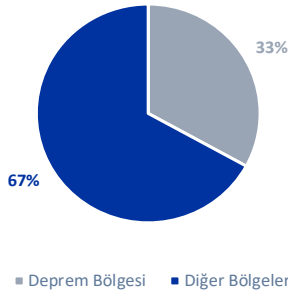


Deprem Bölgesi Verileri

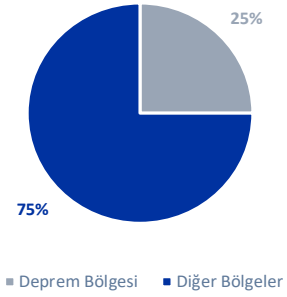
Şirket	Fabrika Sayısı	Klinker Kapasitesi (mn ton/yıl)	Çimento Kapasitesi (mn ton/yıl)	Çimento Kapasite Payı
Limak	3	4.1	5.0	20%
Çimko	2	3.7	5.0	20%
KÇS	1	3.0	3.0	12%
OYAK	3	4.85	7.5	30%
Seza	1	1.7	1.8	7%
Çimentaş	1	1.0	1.0	4%
Sönmez	1	1.8	1.8	7%
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>20.1</b>	<b>25.1</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Şirket

Türkiye'de Toplam Çimento Tüketiminde Bölgesel Dağılım

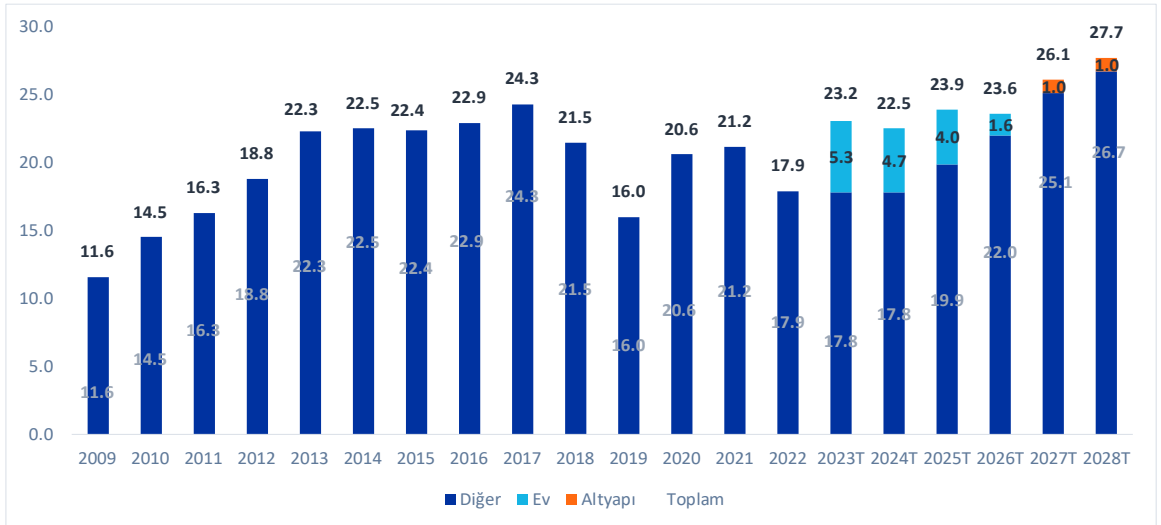


Türkiye'de Toplam Hammadde Tüketiminde Bölgesel Dağılım



Kaynak: Şirket

Grafik: Deprem Bölgesinde Çimento Satış Projeksiyonu



Kaynak: Şirket

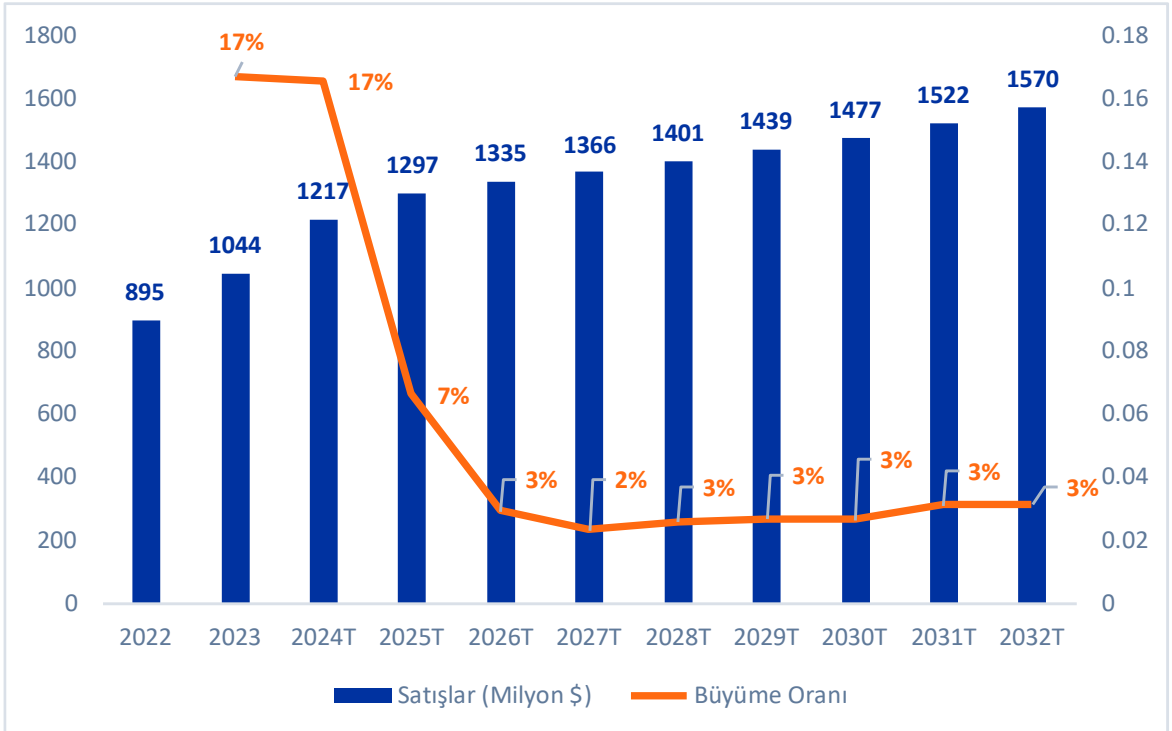
Tahminlere göre, yeniden inşa sürecinde, deprem olmasaydı yapılacak çimento satışlarına ek olarak, 2023-2026 yılları arasında bölgede ilave 15,6 milyon ton çimento ve 52 milyon m3 beton satılacaktır.

## FİNANSAL ANALİZ

### Hasılat

2023 yılında toplam gelirler bir önceki yıla göre %16,5 artarak 1.044 milyon ABD dolarına ulaşmıştır. 2024 yılında ise toplam gelirlerin yıllık %16,5 büyüme ile 1.217 milyon ABD dolarına ulaşmasını bekliyoruz. 2024'ün ilk çeyreğinde çimento sektörü fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı ile karşılaştı. Şirketler, depremin vurduğu bölgelerdeki yeniden yapılanma çalışmalarını desteklemek amacıyla fiyat artışlarını erteledi. Ancak yılın ikinci çeyreğinden itibaren yukarı yönlü fiyat ayarlamalarının yeniden başlaması beklenmektedir. Yine de, 2024 yılı için enflasyonun altında fiyat ayarlamalarının yanı sıra, ağırlıklı olarak iç talep kaynaklı %5,2 toplam hacim büyümesi ve dolar bazında %16,5 ciro artışı öngörüyoruz. İhracat tarafındaki zayıf seyrin 2024 yılında da devam etmesi beklenmekle birlikte, depremin vurduğu bölgede devam eden yeniden inşa faaliyetleri nedeniyle iç talebin canlı kalması beklenmektedir. Bu doğrultuda, tahminlerimize göre, 2024 yılında 10,9 milyon tonun iç pazarda satılması beklenirken, 1,1 milyon tonun ihraç edilmesi ve toplam satış hacminin 12 milyon tona ulaşması öngörülmektedir. son olarak, 2024 yılında yurtiçi gri çimento fiyatının ton başına 65 ABD doları civarında seyredeceğini, ihracat fiyatının ise bundan biraz daha düşük olmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Projeksiyon döneminde dolar bazında yurtiçi gelirlerin %2.25, ihracat gelirlerinin ise %0.7 YBBO ile büyüyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, OYAK'ın hazır beton gelirlerinin büyümeye devam etmesi ve 2024 yılında toplam cironun %27'sine ulaşması beklenmektedir. Tahmin dönemimiz boyunca, gelir büyümesinin dolar bazında ortalama %3 civarında olmasını bekliyoruz. Gelir yaratma tahminimiz, katma değeri daha yüksek bir ürün olan beyaz çimentonun satışlardaki payının artmasından da biraz etkilenmektedir. Şirketin beyaz çimento için ihracat pazarını genişletmek istemesi nedeniyle, beyaz çimento ihracat oranını da artırdık. Beyaz çimentonun katma değerli bir ürün olması, marjları olumlu etkilemektedir. Ancak, OYAK Çimento'nun kurulu kapasitesi, ürün çeşitliliği ve güçlü pazar konumlanması göz önüne alındığında, gelir yaratmadaki ana itici güç hala gri çimento ürünleri olarak öne çıkıyor. Projeksiyon dönemimiz için gri çimento hacimlerinin dolar bazında %2.54 YBBO ile büyümesini bekliyoruz.

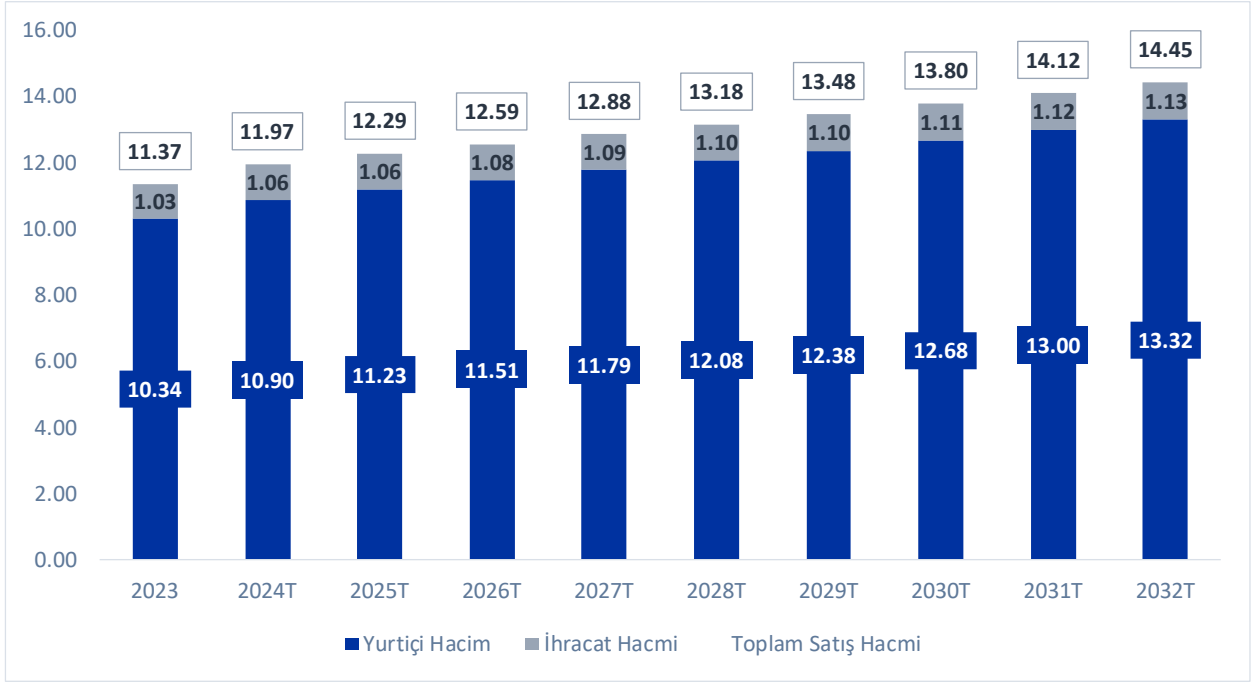
**Grafik: Hasılat ve Hasılat Büyümesi, mn \$**



Kaynak: İş Yatırım

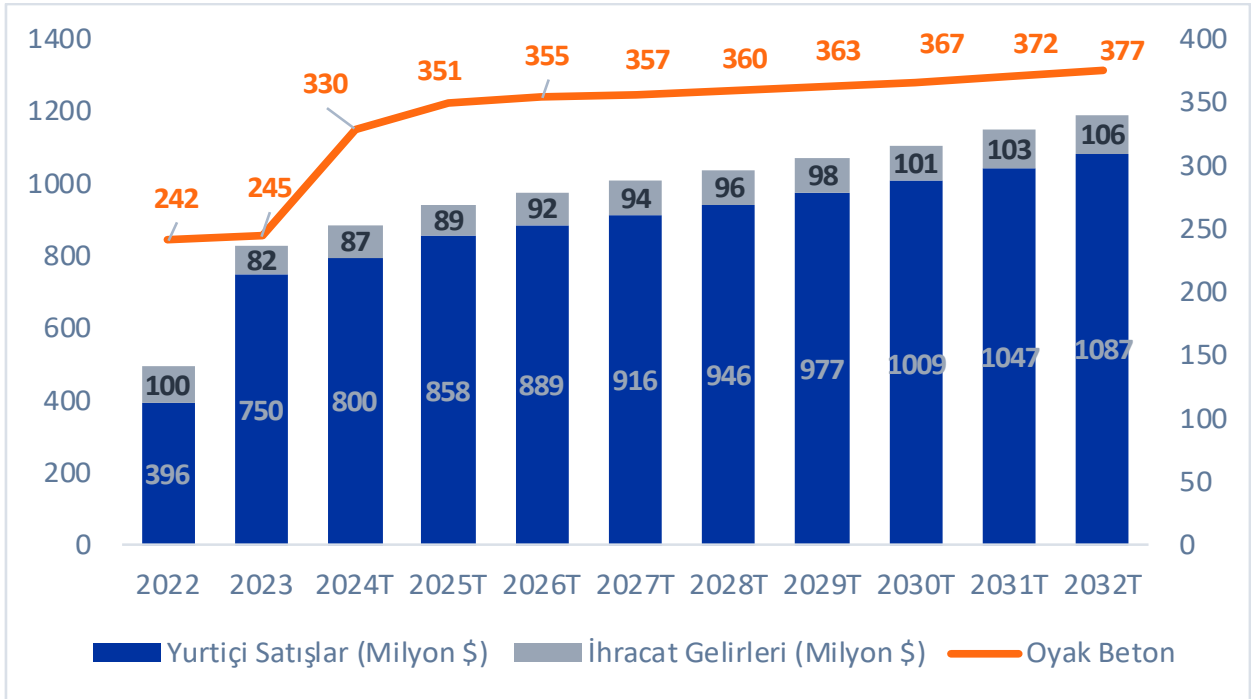
OYAK Çimento

Grafik: Satış Hacmi, mn ton



Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Satış Kırılımı, mn \$



Kaynak: İş Yatırım

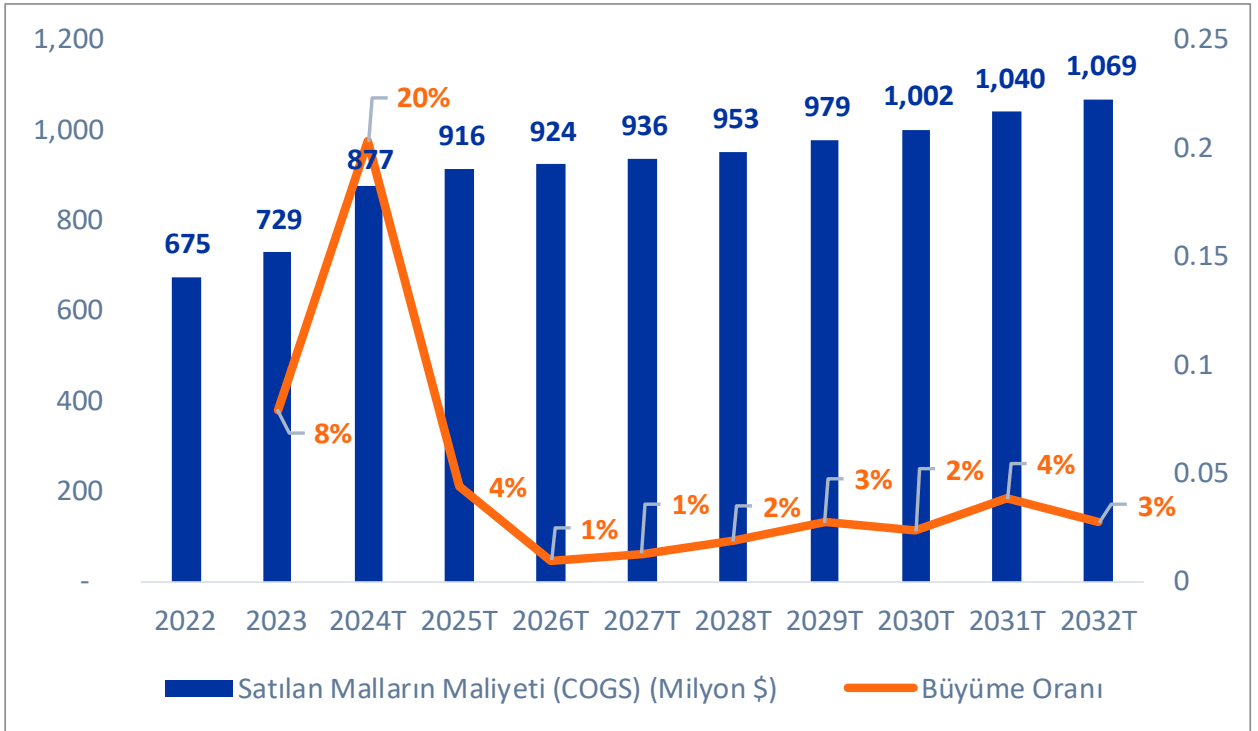
### Satışların Maliyeti

2022 yılında çimento sektörü, Ukrayna-Rusya savaşının tetiklediği yakıt ve elektrik maliyetlerindeki ani artışlar ve salgın sonrası tedarik zinciri darboğazları nedeniyle sert maliyet şokları yaşamıştır. Öte yandan, 2023 yılı bu baskıların azaldığı, maliyetler açısından normalleşmesinin yaşandığı, ılımlı bir yıl olmuştur. Alternatif yakıtların artan kullanımı ve dahili elektrik üretiminin artan payı, marj tahminlerimizin iki temel itici gücüdür. OYAK Çimento'nun şu anda alternatif yakıtların toplam yakıt maliyeti içindeki payı %25'tir ve 2030 yılında bu oranın %58'e çıkacağı tahmin edilmektedir. Alternatif yakıtların payındaki her %1'lik artışın 0,1 milyon ABD doları maliyet avantajı yarattığını ve dahili elektrik üretim oranının mevcut %7'den 2030'da %70'e çıkacağı varsayılmıştır. Sonuç olarak, brüt kar marjının 2024T'de %27,9'dan 2032T'de %32,1'e yükseleceği tahmin edilmektedir.

Petkok fiyatının, 2024-2032 projeksiyon dönemi boyunca ortalama 102 ABD doları civarında kalacağı öngörülmektedir. Alternatif yakıtların petkoka kıyasla maliyet avantajında olası bir değişiklik, gelecekteki marj tahminlerimiz için aşağı yönlü bir risk oluşturabilir. Örneğin, projeksiyonumuzun son yılında maliyet avantajının yarıya düşmesi durumunda, son yıl brüt kar marjı tahmini %31,9'dan %29,4'e düşecektir.

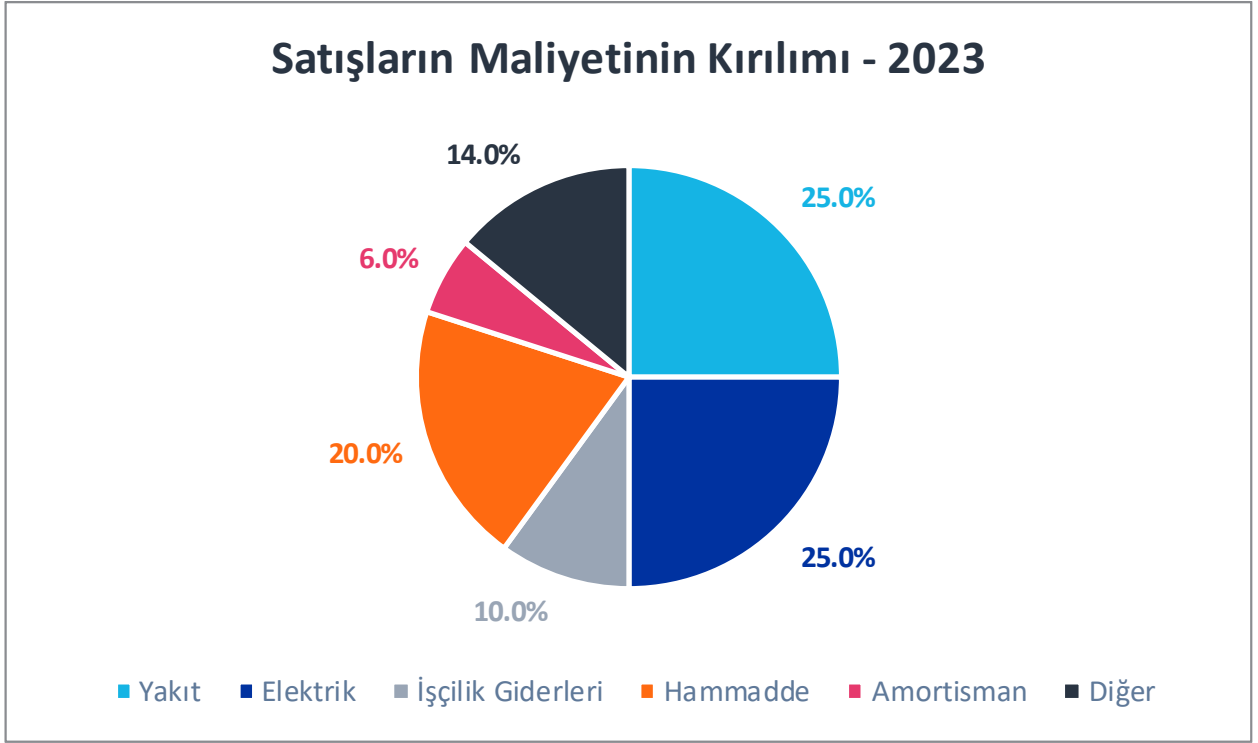
Satışların maliyetinin (SMM) 2024 yılında 881 milyon \$'a yükselmesini bekliyoruz, bu da bir önceki yıla göre %21'lik bir artış anlamına geliyor. 2024 yılında petkok fiyatlarının ton başına ortalama 100 ABD dolarına gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Buna bağlı olarak, ton çimento başına birim yakıt maliyetinin ABD doları bazında %24 oranında azalmasını bekliyoruz. Elektrik fiyatlarının 2024 yılındaki gelişimi için de dolar bazında yatay bir görünüm bekliyoruz, bu da 1 ton çimento başına birim elektrik maliyetinde %2'lik bir düşüşe işaret ediyor. Hammaddede maliyetleri için %10 ve işçilik maliyetleri için %6 YBBO tahmin ederken, alternatif yakıtların ve yenilenebilir enerji kullanımının maliyet avantajları nedeniyle yakıt ve elektrik YBBO'larında sırasıyla %1 ve -%4 gibi daha yatay bir görünüm bekliyoruz.

Grafik: Satışların Maliyeti (SMM), mn \$

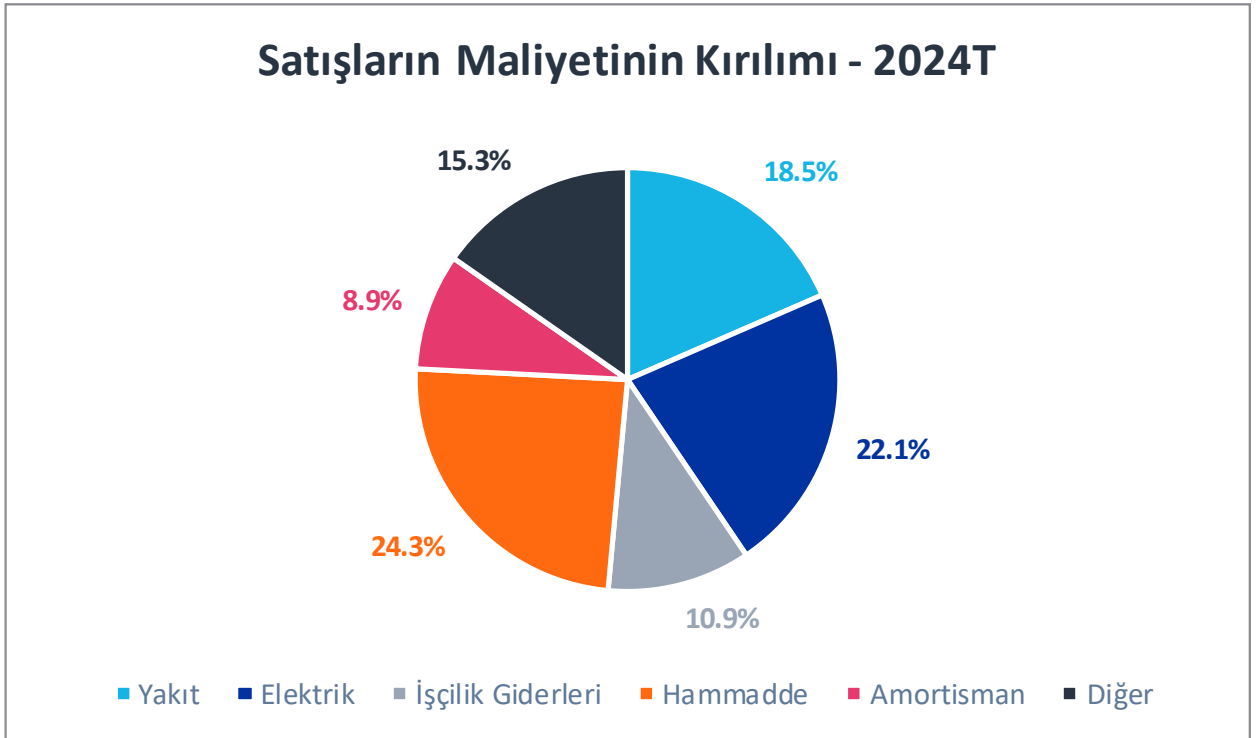


Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Satılan Malın Maliyeti (SMM) Kırılımı



Kaynak: Şirket

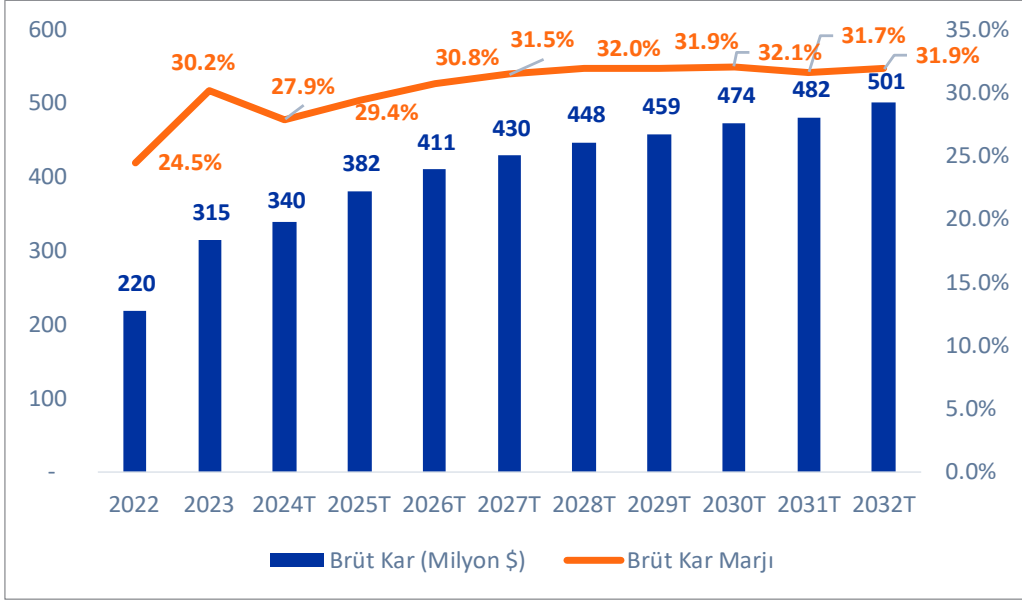


Kaynak: İş Yatırım

### Brüt Kar ve Marj

Negatif maliyet şokları nedeniyle 2022'de yaşanan zorlu bir yılın ardından, brüt kâr 2023'te toparlanarak 315 milyon ABD dolarına ve %30,2'lik brüt kâr marjına ulaşmıştır. 2024 yılında brüt kâr marjının kısmen normalleşerek %27,9 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz. Maliyet azaltıcı yakıt maliyeti avantajları da dahil olmak üzere, şirketin sürdürülebilir brüt kâr marjının %30 civarında olduğunu ve tahmin dönemi boyunca ortalama %30 civarında seyredeceğini düşünüyoruz.

Grafik: Satışların Maliyeti

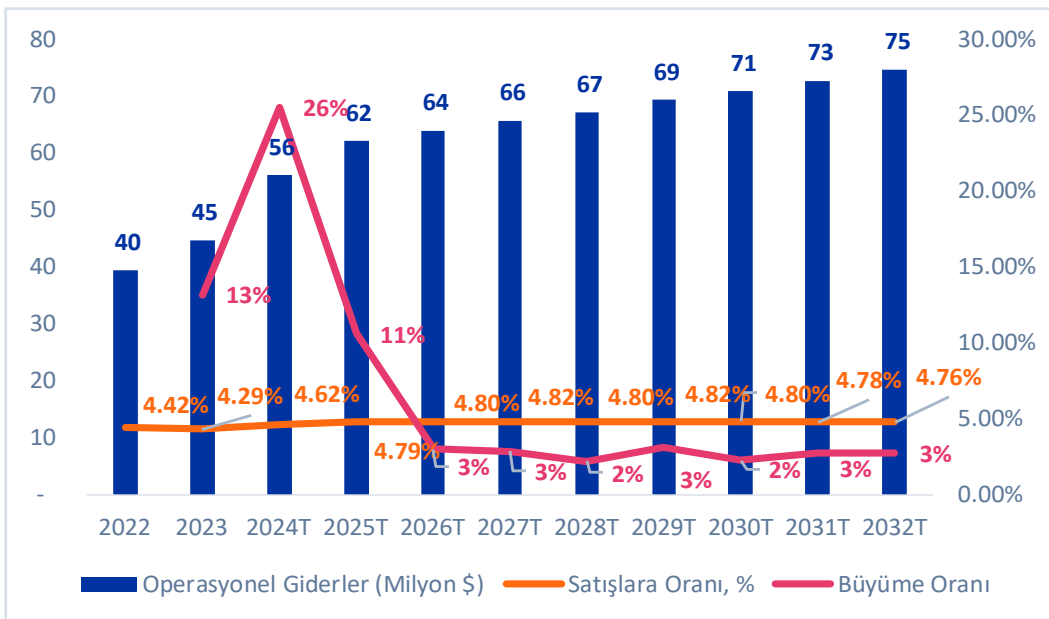


Kaynak: İş Yatırım

### Operasyonel Giderler

Şirketin operasyonel giderleri 2023 yılında %13 artarak 45 milyon ABD dolarına ulaşmıştır. Uzun vadede, şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranının %4,8'de sabit kalmasını bekliyoruz.

Grafik: Operasyonel Giderler

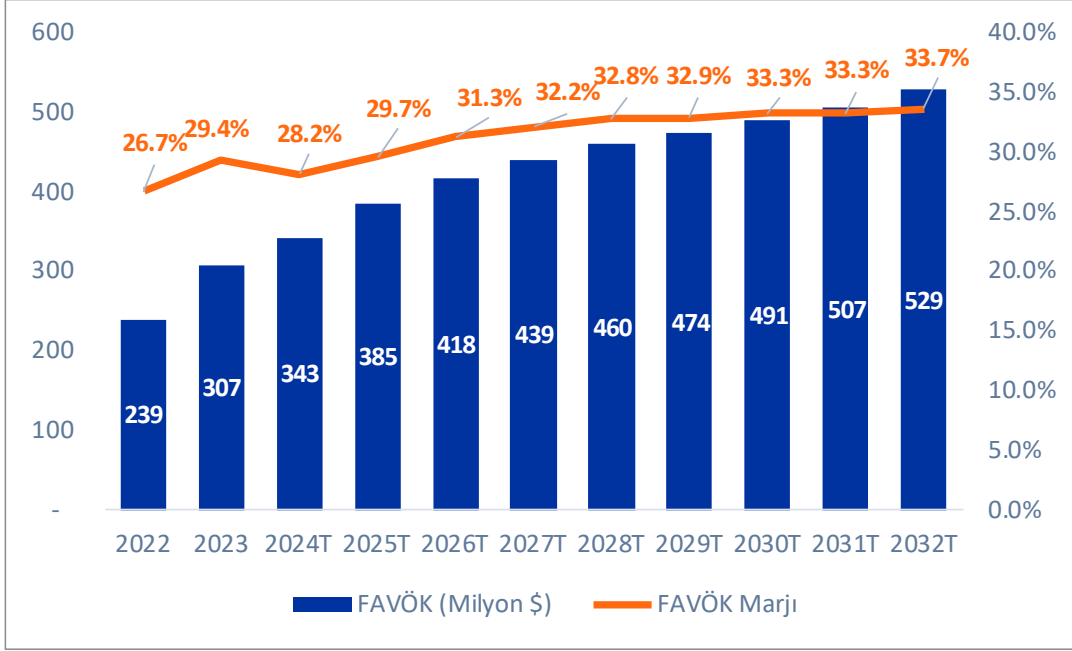


Kaynak: İş Yatırım



**FAVÖK & FAVÖK Marjı**

FAVÖK, 2022 yılına kıyasla %28 oranında artarak 2023 yılında 239 milyon ABD dolarından 307 milyon ABD dolarına yükselmiştir. 2023 yılında brüt kar marjındaki iyileşme sayesinde UMS-29 kapsamında FAVÖK marjı %26,7'den %29,4'e yükselmiştir. Projeksiyon dönemimizin sonunda şirketin FAVÖK marjının %33,7'ye ulaşmasını bekliyoruz.

**Grafik: FAVÖK ve FAVÖK Marjı**

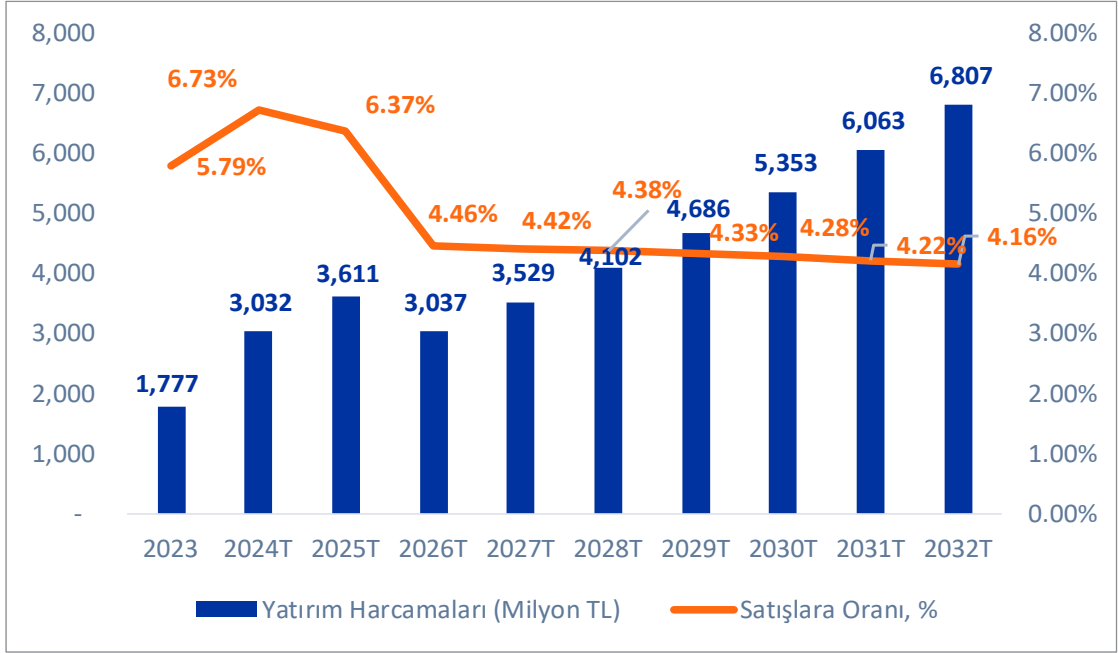
Kaynak: İş Yatırım

**Yatırım Harcamaları (CAPEX)**

OYAK Çimento'nun iddialı bir yeşil dönüşüm gündemi ve net sıfır taahhütleri bulunmaktadır. Bunun bir parçası olarak şirket, iş planlarını ve üretim süreçlerini dönüştürmekte, yeni enerji kaynaklarını ve verimlilik artırıcı teknolojileri entegre etmekte ve bunların tümü sermaye yatırımı gerektirmektedir. OYAK Çimento'nun Adana, Mardin ve Ankara fabrikalarında atık ısı geri kazanım (WHR) tesisi yatırımları devam etmektedir. Şirket ayrıca, yenilenebilir enerji alanında da yatırımlar yaparak Adana (50-55 MW), Mardin (8-12 MW) ve Denizli (20-30 MW) fabrikalarında güneş enerjisi santralleri kurmaktadır. Son olarak, OYAK Çimento Beypazarı'nda güneş enerjisi santrali inşaatına 2Y24 itibarıyla başlayacaktır. Bu alternatif enerji yatırım döngüsünün sonunda OYAK Çimento'nun 210 MW elektrik üretim kapasitesine ulaşması beklenmektedir.

Bu yatırımlar için 2024 ve 2025 yıllarında toplam 100 mn Euro harcama yapılması öngörülmekte olup, 50 mn Euro'luk harcamanın 2024 yılında, kalan 50 mn Euro'nun ise 2025 yılında yapılacağı projeksiyonlarımıza dahil edilmiştir. Dolayısıyla, sermaye harcamalarının 2024 ve 2025 yıllarında artması beklenmektedir. Takip eden dönemde, 2026-2032 dönemi için yıllık sermaye harcamalarının satışlara oranının %4,1-4,5 civarında olmasını bekliyoruz.

Grafik: Yatırım Harcamaları (CAPEX)

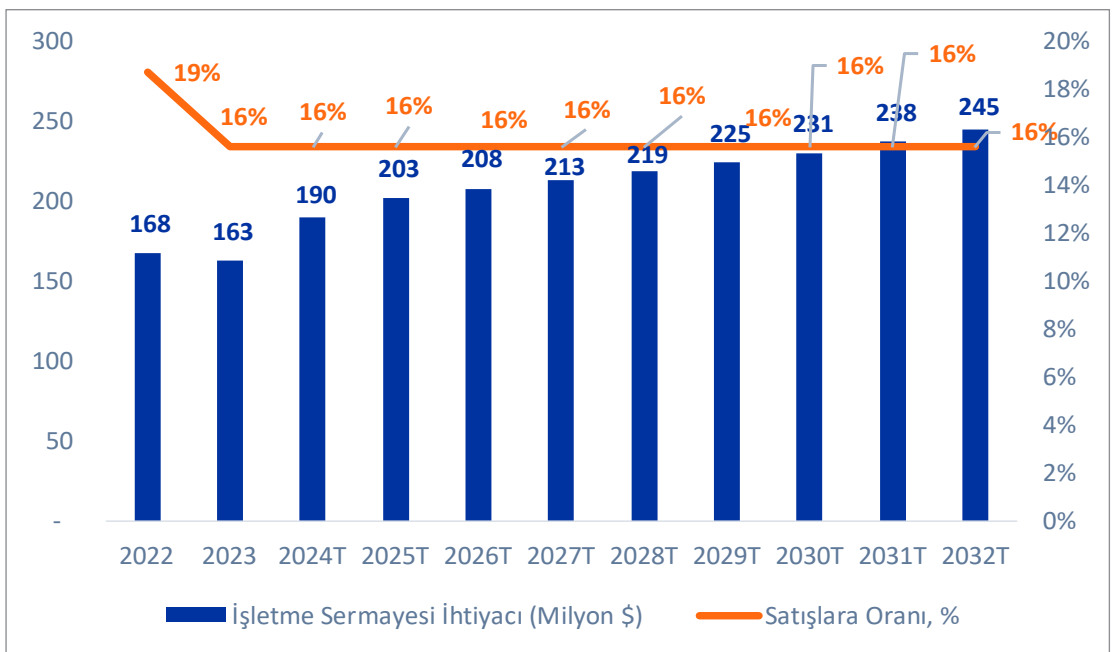


Kaynak: İş Yatırım

#### İşletme Sermayesi Gereksinimleri

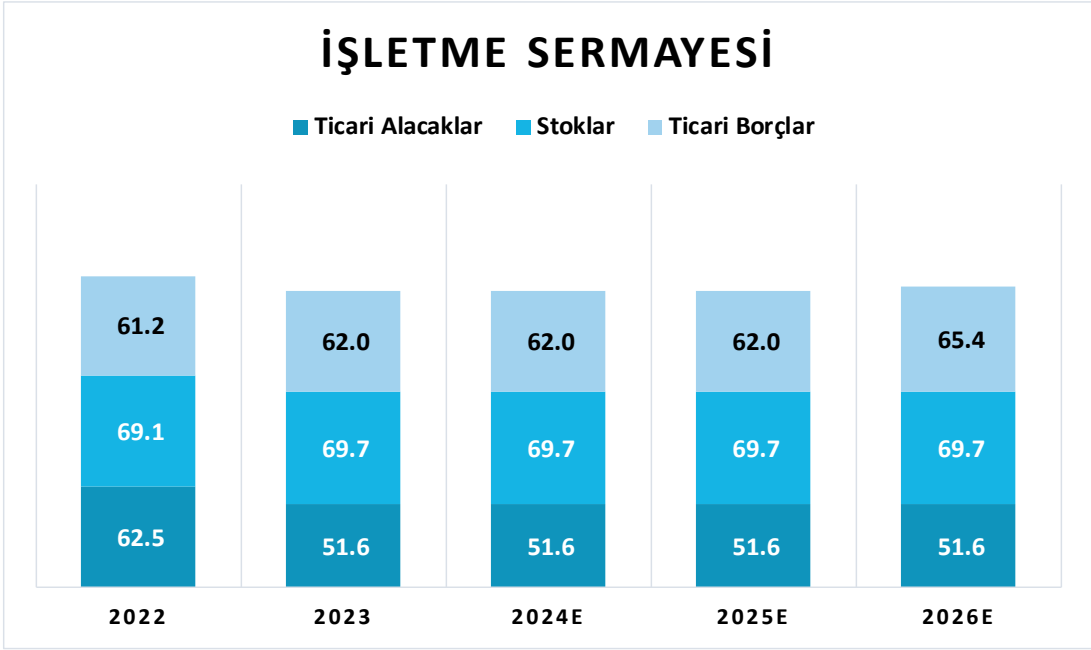
OYAK Çimento, son yıllarda daha iyi işletme sermayesi yönetimi ile nakit döngüsünü iyileştirmek için yeni bir planlamaya girmiş ve bunda mesafe kaydetmeyi de başarmıştır. 2022 yılında işletme sermayesi harcamaları gelirlerin %19'u olarak gerçekleşirken, proaktif yönetim sayesinde 2023 yılında 163 milyon ABD dolarına düşürülen işletme sermayesi, gelirlerin %16'sına tekabül etmektedir. Şirket, ileriye dönük olarak işletme sermayesi ihtiyacının mevcut seviyelerini korumaya isteklidir.

Grafik: İşletme Sermayesi Gereksinimleri & Satışlara Oranı



Kaynak: İş Yatırım

Grafik: İşletme Sermayesi Gün Varsayımları



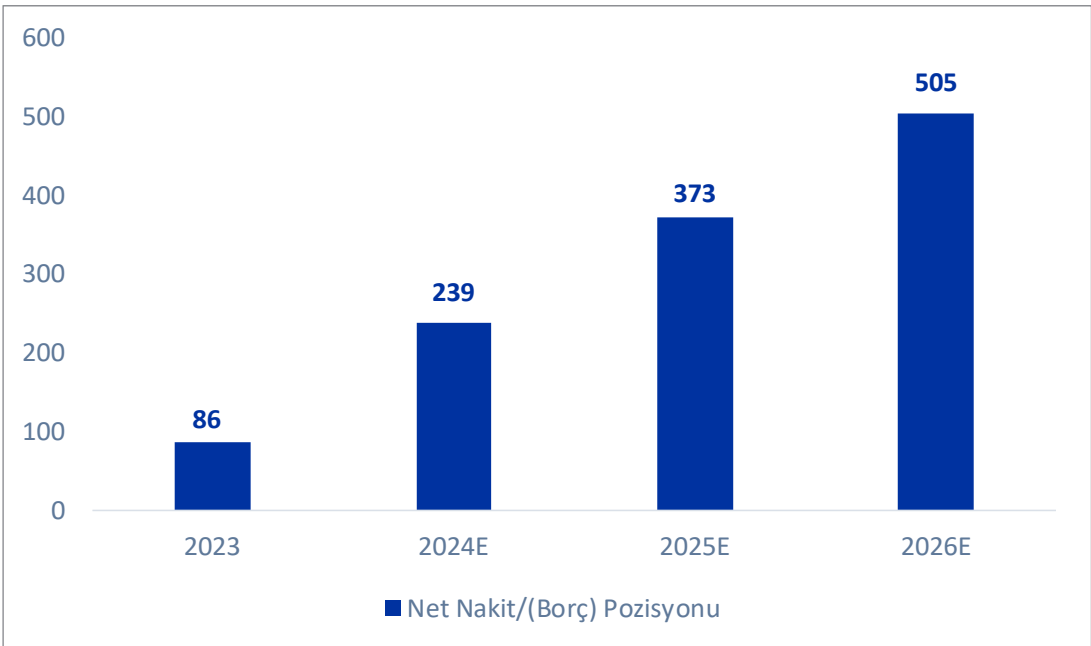
Kaynak: İş Yatırım

Şirket 2023 İşletme Sermayesi gereksinimi seviyelerini sonraki yıllarda da korumayı hedeflediğinden, 2024-2026 projeksiyon dönemi için değerlememizde, 2023 işletme sermayesi günleri varsayımını kullandık.

#### Net Nakit

OYAK Çimento, 2023 yılında temettü dağıtmamış olup yılsonu itibarıyla 141 milyon ABD Doları ile güçlü bir net nakit pozisyonuna sahiptir. Şirketin 2025 yılından itibaren temettü ödemelerine devam edeceğini, 2025 ve 2026 yıllarında temettü ödeme oranlarının sırasıyla %50 ve %50 olacağını öngörüyoruz. Projeksiyonlarımız, temettü ödemelerine rağmen 2025 ve 2026 yıllarında nakit pozisyonunun artacağına işaret etmektedir.

Grafik: Net Nakit Pozisyonu, mn \$



Kaynak: İş Yatırım

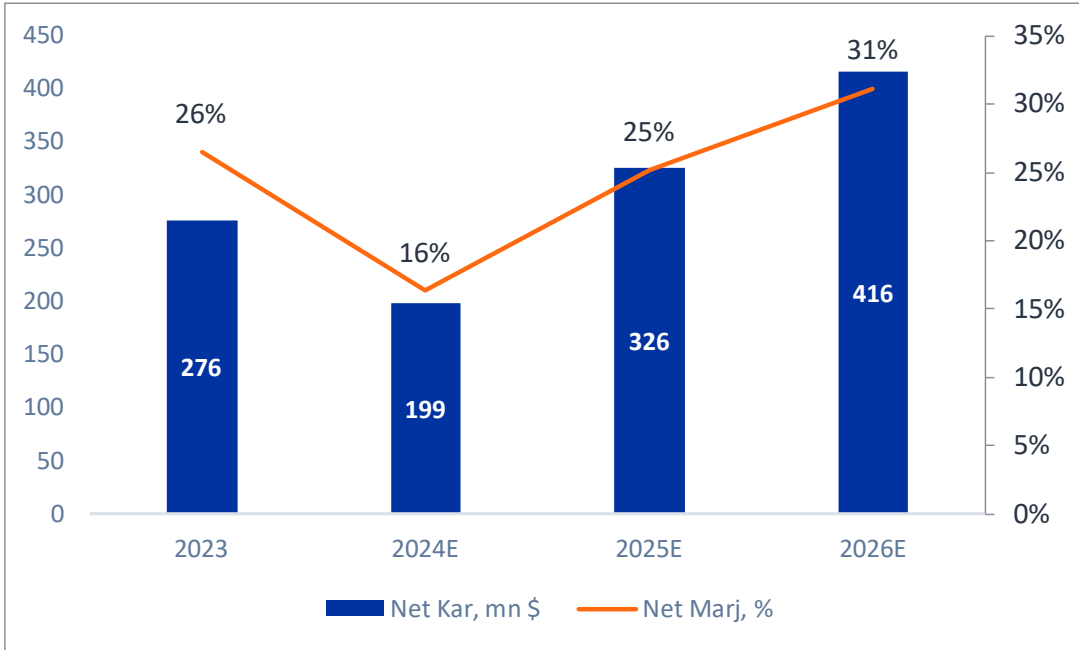
Not: Net Nakit pozisyonu hesaplamamız "Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler" giderlerini de içermektedir.

## OYAK Çimento

## Net Kâr ve Net Marj

OYAK Çimento 2023 yılında UMS-29 kapsamında 276 milyon ABD Doları net kar elde etmiştir. 2023 yılı fiili net kar rakamını 2023 yılsonu TL/ABD\$ kurundan, projeksiyon dönemi için ise TL bazlı net kar tahminlerimizi 2024 yılsonu TL/ABD\$ tahmini kurunu (TL/\$=37) kullanarak dolara çevirdik. 2024 yılı için OYAK Çimento'nun, UMS-29 kapsamında 199 milyon ABD Doları net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz. Faaliyet karı 332 milyon ABD Doları ve finansman geliri 40 milyon ABD Doları olarak tahmin edilirken, OYAK Çimento'nun 73 milyon ABD Doları civarında parasal zarar etmesini ve vergi öncesi kar (VÖK) rakamının 299 milyon ABD Doları'na ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca OYAK Çimento'nun yaklaşık 107 milyon dolar vergi yükümlülüğü sonrası kar elde edeceğini öngörüyoruz. Sonuç olarak, net kârın 199 milyon ABD Doları civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. 2023 yılında net kar marjı %26 olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılında, 2023 yılındaki parasal gelirin aksine parasal zarar hesabı nedeniyle, net marjın net gelirdeki düşüşe paralel olarak azalmasını bekliyoruz. 2025 ve 2026 yıllarında, parasal zarar kaleminin 2024 seviyesine yakın olmasını, dolayısıyla net kar üzerindeki olumsuz etkisinin büyük ölçüde ciro büyümesi ile seyreltilmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, net kâr marjının 2025 ve 2026 yıllarında sırasıyla %25 ve %31'e ulaşmasını bekliyoruz.

Grafik: Net Kar ve Marjı



Kaynak: İş Yatırım

OYAK Çimento

DEĞERLEME

OYAK Çimento'yu değerlemek için İNA ve benzer şirket çarpan analizi karışımını içeren bir yaklaşımını kullandık. Gelecekteki büyümeyi ve iyileşen marjları daha iyi yansıttığına inandığımız İNA modeline %50 ağırlık verdik. Yurtiçi ve yurtdışı emsal karşılaştırmalarına ise %25'er pay verdik. Uluslararası karşılaştırma için 2024T FD/FAVÖK çarpanını, yurtiçi emsal katsayı karşılaştırması için ise son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanını kullandık.

Hem İNA hem de benzer şirket çarpan analizlerimizde, dolar bazlı enflasyona göre düzeltilmiş tahminler kullandık.

(Projeksiyon dönemimiz boyunca tahmin ettiğimiz ciro, FAVÖK, İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları için Finansal Analiz bölümündeki ilgili bölümleri inceleyebilirsiniz).

İNA Tablo

İNA Analizi	2022	2023	2024E	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	TV
Hasılat	895	1,044	1,217	1,297	1,335	1,366	1,401	1,439	1,477	1,522	1,570	
FAVÖK	239	307	343	385	418	439	460	474	491	507	529	
FAVÖK Marjı	26.7%	29.4%	28.2%	29.7%	31.3%	32.2%	32.8%	32.9%	33.3%	33.3%	33.7%	
FVÖK	195	262	291	327	355	372	389	398	412	424	441	
(-) Vergi	-43	-66	-73	-82	-71	-74	-78	-80	-82	-85	-88	
(+) Amortisman	45	45	52	58	63	67	71	75	79	83	88	
(+/-) İşletme Sermayesi Değişimi		5	-27	-13	-6	-5	-5	-6	-6	-7	-7	
(-) Yatırım Harcamaları	0	-60	-82	-83	-60	-60	-61	-62	-63	-64	-65	
Serbest Nakit Akışı	196	186	161	208	281	300	315	326	340	351	368	3,421
İskonto Oranı	1.00	1.00	1.00	1.12	1.26	1.41	1.58	1.77	1.99	2.22	2.49	
İNA	196	186	161	185	224	212	199	184	171	158	148	1,376

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, AOSM

AOSM	2022	2023	2024E	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Borçlanma Oranı	8.5%	7.7%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	7.1%
Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye Maliyeti	14.5%	13.7%	13.7%	13.6%	13.5%	13.4%	13.3%	13.3%	13.3%	13.2%	13.1%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	8.4%	7.3%	8.0%	8.0%	7.9%	8.3%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%
B/(B+Ö)	48%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
AOSM	11.572%	12.1%	12.3%	12.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.0%	11.9%

Farklı AOSM ve Sonsuz Büyüme Oranları Seviyelerine Göre ABD Doları Bazında Özkaynak Değerini Gösteren Hassasiyet Tablosu

mn \$	Sonsuz Büyüme Oranı									
	3,369	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
AOSM	8.2%	3,339	3,372	3,407	3,443	3,481	3,521	3,563	3,607	3,652
	9.2%	3,311	3,344	3,379	3,415	3,452	3,492	3,533	3,576	3,622
	10.2%	3,284	3,317	3,351	3,387	3,424	3,463	3,504	3,547	3,592
	11.2%	3,258	3,290	3,324	3,359	3,396	3,435	3,475	3,518	3,562
	12.2%	3,231	3,263	3,297	3,332	3,369	3,407	3,447	3,489	3,534
	13.2%	3,206	3,237	3,271	3,305	3,342	3,380	3,419	3,461	3,505
	14.2%	3,180	3,212	3,245	3,279	3,315	3,353	3,392	3,434	3,477
	15.2%	3,155	3,187	3,219	3,253	3,289	3,326	3,366	3,407	3,450
	16.2%	3,131	3,162	3,194	3,228	3,263	3,301	3,339	3,380	3,423

Kaynak: İş Yatırım

OYAK Çimento

Tablo: Yerli Benzer Şirketler

	Çimento Kapasitesi (mn ton)	Klinker Kapasitesi (mn ton)	Clinker/Çimento	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/FAVÖK	F/K	FD/Klinker	FAVÖK Marjı (%)	Net Marj (%)	Serbest Nakit Akışı / Piyasa Değeri	Net Borç/FAVÖK
AFYON	2.0	1.7	85%	148	5.1	3.5	80.6	28.6	41.0	-5.3%	-0.4
AKCNS	9.0	7.0	78%	810	6.1	12.3	101.5	19.4	9.7	0.1%	-0.1
BSOKE	n.a.	1.0	-	374	25.2	8.5	482.2	12.4	26.3	3.4%	5.6
BTCIM	1.8	1.4	78%	882	14.8	11.4	738.2	14.5	16.0	0.6%	2.2
BUCIM	2.9	1.4	48%	372	3.6	3.7	289.5	25.6	23.2	-0.1%	-0.2
CIMSA	4.8	3.8	79%	852	7.3	8.6	280.3	16.5	12.1	2.8%	0.9
CMEN	5.4	4.2	78%	975	12.9	26.9	250.2	17.3	8.0	-0.7%	-0.2
GOLTS	5.1	3.2	63%	248	6.1	3.6	79.2	24.9	35.6	-6.0%	0.6
NUHCM	5.7	4.6	81%	1,116	10.5	12.8	217.9	21.1	16.1	0.2%	-0.1
OYAKC	24.0	12.6	53%	2,313	6.5	6.7	169.6	28.5	27.4	-0.9%	-0.5
LMKDC	2.2	1.5	67%	317	6.4	6.6	207.8	42.2	41.6	2.1%	-0.2
<b>Medyan</b>	<b>5.0</b>	<b>3.2</b>	<b>78%</b>	<b>810.5</b>	<b>6.5</b>	<b>8.5</b>	<b>217.9</b>	<b>21.1</b>	<b>23.2</b>	<b>0%</b>	<b>-0.1</b>
<b>Ortalama</b>	<b>6.3</b>	<b>3.9</b>	<b>71%</b>	<b>764.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>263.4</b>	<b>22.8</b>	<b>23.3</b>	<b>0%</b>	<b>0.7</b>
<b>Prim/iskonto OYAKC</b>					<b>0%</b>	<b>-22%</b>	<b>-22%</b>				
<b>Hedef Değer, OYAKC</b>					<b>2,398</b>	<b>1,695</b>					

Tablo: Yabancı Benzer Şirketler

	F/K			FD/FAVÖK		
	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T
Lafarge Malaysia Bhd		18.5x	17.2x	16.0x	9.4x	9.1x
Cemex Sab-Cpo	11.6x	10.1x	9.2x	6.4x	6.1x	5.8x
Indocement Tunggal prakarsa	11.6x	10.1x	9.2x	7.5x	6.6x	6.2x
Anhui Conch Cement	13.2x	11.6x	10.8x	4.1x	4.2x	3.8x
China National Building	7.9x	8.9x	8.1x	8.6x	7.7x	6.9x
PPC Ltd	7.6x	6.0x	4.6x	4.1x	4.4x	3.7x
China Resources Cement		17.2x	7.4x	6.1x	6.0x	5.4x
Siam Cement	7.8x	11.6x	8.1x	12.2x	13.1x	10.1x
Siam City Cement Pub	12.1x	13.8x	10.2x	8.5x	7.5x	7.3x
Ciments Du Maroc	15.7x	11.7x	11.5x	14.0x	12.8x	11.2x
Semen Indonesia Persero Tbk	27.9x	26.3x	21.7x	5.3x	5.2x	4.8x
Ultratatech Cement Ltd	12.3x	11.5x	9.7x	27.8x	22.6x	18.6x
Arabian Cement	20.5x	13.9x	17.9x	11.0x	8.0x	8.4x
Heidelbergcement	9.0x	8.4x	7.7x	5.7x	5.5x	5.3x
Buzzi Unicem spa	7.6x	7.4x	7.4x	5.0x	5.0x	5.0x
Cementir Holding spa	8.2x	8.7x	8.6x	3.7x	4.0x	3.9x
Vicat	6.8x	6.0x	5.8x	4.7x	4.3x	4.1x
<b>Medyan</b>	<b>11.6x</b>	<b>11.5x</b>	<b>9.2x</b>	<b>6.4x</b>	<b>6.1x</b>	<b>5.8x</b>
<b>Ortalama</b>	<b>12.0x</b>	<b>11.9x</b>	<b>10.3x</b>	<b>8.9x</b>	<b>7.8x</b>	<b>7.0x</b>
<b>OYAKC</b>	<b>9.2x</b>	<b>10.0x</b>	<b>10.6x</b>	<b>8.1x</b>	<b>6.2x</b>	<b>6.5x</b>
<i>OYAKC's iskonto/prim</i>	-24%	-16%	3%	-9%	2%	12%
				US\$		
<b>İma Edilen Değer</b>				<b>1,971</b>	<b>2,265</b>	<b>2,401</b>



OYAK Çimento

Değerleme Özeti

mn TL	Özsermaye Değeri	%	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA	135,920	50%	67,960
Yerli Emsal	96,752	25%	24,188
Yabancı Emsal	91,387	25%	22,847
<b>Hedef Değer</b>			<b>114,995</b>
<b>Hedef Fiyat</b>			<b>92</b>
<b>Mevcut Fiyat</b>			<b>63</b>
<b>Yükselme Potansiyeli</b>			<b>47%</b>

Kaynak: İş Yatırım

\*Çarpan ve İNA analizlerinden elde edilen ima edilen değerler, ortalama 2025T seviyesi olan 40,35 TL/\$ ile TL'ye çevrilmiştir.

Son Birleşme-Devralma İşlemlerinin FD/Klinker Rasyoları

	FD/Klinker
TCC - OYAK Cement Merger	\$ 115
Çimsa - Fernas Plant Sale	\$ 73
Batıçim Sale	\$ 79

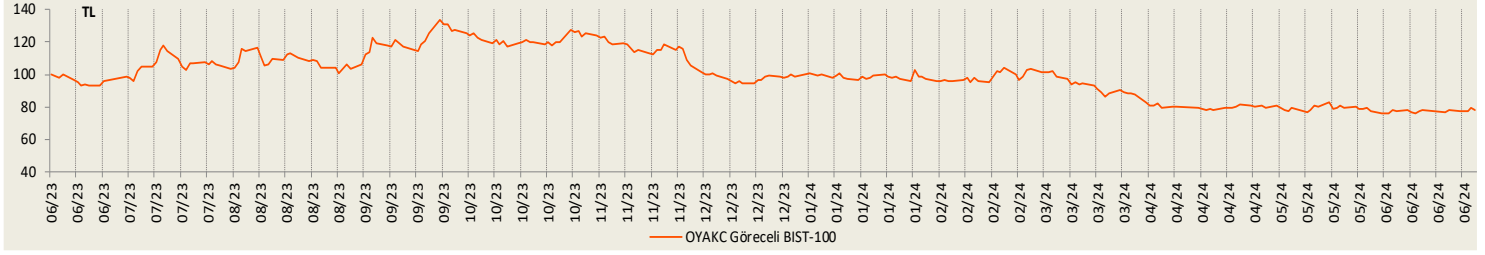
Makroekonomik Beklentiler

	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
TÜFE Enflasyon (yıl sonu)	64.3%	64.8%	44.0%	25.0%	18.5%	17.0%	17.0%	15.0%	15.0%	14.0%	13.0%
TÜFE Enflasyon (ortalama)	72.3%	53.9%	58.0%	30.6%	20.2%	17.8%	17.0%	16.0%	15.0%	14.5%	13.5%
GSYİH Büyümesi, %	5.5%	4.5%	3.0%	3.7%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
TL/\$ (ortalama)	16.56	23.74	33.50	40.35	47.35	54.70	62.63	71.04	79.92	89.49	99.31
TL/\$ (yıl sonu)	18.70	29.40	37.00	43.70	51.00	58.40	66.86	75.22	84.62	94.35	104.26
TL/€ (ortalama)	17.38	25.68	36.14	42.96	49.94	57.43	65.76	74.59	83.92	93.96	104.27
TL/€ (yıl sonu)	19.88	32.69	39.59	46.32	53.55	61.31	70.21	78.98	88.85	99.07	109.47
Sepet (ortalama)	16.97	24.71	34.82	41.65	48.64	56.06	64.19	72.82	81.92	91.73	101.79
Sepet (yıl sonu)	19.29	31.05	38.30	45.01	52.28	59.85	68.53	77.10	86.74	96.71	106.87
GSYİH (TL milyon)	15,012	26,276	42,762	57,914	73,441	90,368	110,488	133,934	160,185	190,749	225,160
GSYİH (\$ milyar)	906	1,107	1,276	1,435	1,551	1,652	1,764	1,885	2,004	2,132	2,267
Nüfus	85	86	87	88	88	89	90	90	91	92	92
Kişi Başına GSYİH	10,618	12,863	14,705	16,394	17,568	18,561	19,663	20,850	21,999	23,224	24,526
Para piyasası faiz oranları %	9.0%	42.5%	45.0%	25.0%	19.0%	17.0%	17.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%
TL Risksiz Faiz Oranı (10 yıl, TL)	8.9%	25.0%	27.0%	24.0%	18.0%	17.0%	17.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%
ABD Doları Risksiz Faiz Oranı (30 yıl)	8.5%	7.7%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	7.1%

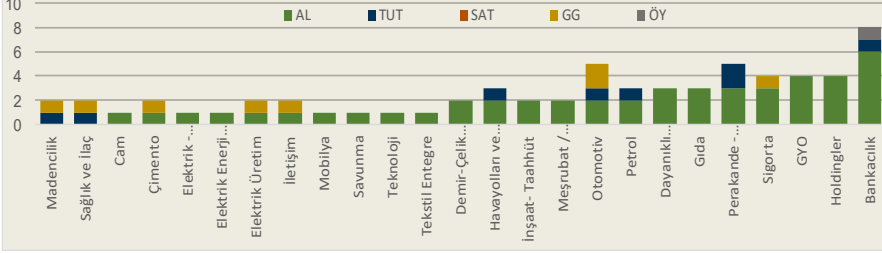
Kaynak: İş Yatırım

## OYAK Çimento

### Göreceli Getiri / Öneriler



### Şirket Sayısı



### Takip Listesi Dağılımı



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 iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.