

Akçansa

AL

Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 37%

Akçansa için hedef fiyatımızı hisse başına 258,7 TL'den 302 TL'ye yükseltirken, güncellenen hedef fiyatımızın mevcut piyasa fiyatına göre sunduğu %37 yükseliş potansiyelini ve şirketin orta vadeli operasyonel görünümündeki iyileşmeyi dikkate alarak mevcut "TUT" tavsiyemizi "AL" olarak güncelliyoruz.

Yılın ilk yarısında zayıf fiyatlama ortamı ve Heidelberg Materials yönetimine geçiş sonrasında muhasebe uygulamalarındaki farklılıklar nedeniyle 2Ç26'da bakım ve onarım giderlerinde kaydedilen tek seferlik yüksek artış, şirketin brüt kârlılığını ve FAVÖK'ü baskıladı. Söz konusu giderler hariç tutulduğunda ise hacim artışı ve ürün karmasındaki değişikliklerin katkısıyla, birebir karşılaştırılabilir bazda (Like-for-Like) FAVÖK yıllık %16 artış gösterdi. İkinci yarıda fiyat artışlarının finansallara yansımaları, marjlarda kademeli toparlanma beklentimizin temelini oluşturuyor. Heidelberg Materials yönetimi altında sağlanacak operasyonel sinerjiler, hazır beton ve klinker kapasite artışları, Marmara Bölgesi'ndeki güçlü konum ve düşük finansal kaldıraç orta vadeli görünümü destekliyor.

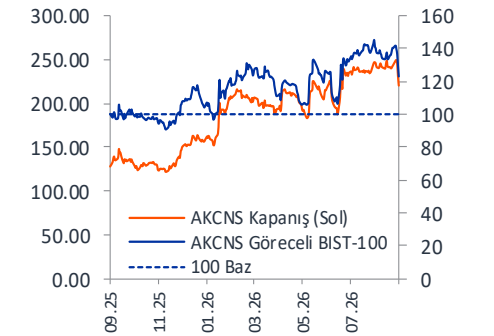
İkinci yarıda fiyatlama ve güçlü Marmara talebinin kârlılığı desteklemesini bekliyoruz. 2Ç25'te hacim artışı ve ürün karmasındaki değişiklikler FAVÖK'e 439 mn TL katkı sağlarken, zayıf fiyatlama ve artan maliyetler reel bazda FAVÖK üzerinde 250 mn TL'lik negatif etki yarattı. İkinci yarıda tek seferlik muhasebe kaynaklı giderlerin etkisinin azalmasının kârlılık artışını desteklemesini bekliyoruz. Temmuz ayında yapılan yaklaşık 10 ABD doları/ton tutarındaki zammın satış fiyatlarına kademeli olarak yansımalarıyla, yılın kalanında satış fiyatlarındaki artışın enflasyona yakın seyretmesini bekliyoruz. Hacim tarafında, Akçansa'nın ana pazarı olan Marmara Bölgesi güçlü görünümünü koruyor. Türk Çimento verilerine göre bölgedeki çimento iç satış hacmi yılın ilk yarısında yıllık bazda yaklaşık %29 artarak şirketin satış hacimlerini destekledi. Devam eden altyapı yatırımları ve inşaat faaliyetleri, ikinci yarıda da bölgesel talebi destekleyen başlıca unsurlar arasında yer alıyor.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	220.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	302.0
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	258.7
Piyasa Değeri (mn)	42,214
Halka Açık PD (mn)	8,417
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	160.3
Hisse sayısı (Adet mn)	191
Takas Saklama Oranı (%)	20
Yabancı Oranı (%)	13

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-10.7	34.4	68.7
ABD \$	-12.1	18.9	43.6
BIST-100 Relatif	-12.9	4.6	21.1

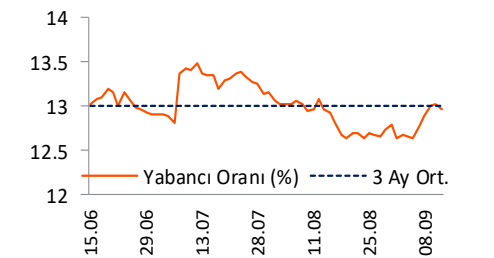
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	25.9	18.8	11.1
PD/DD	1.3	1.3	1.2
FD/FAVÖK	9.3	8.1	5.8

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	188.20	249.50
---------------------------	--------	--------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	12.97
-------------------	----------	-------



Buğra Tanes

btanes@isyatirim.com.tr

+90 212 350 27 12

Akçansa

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	27,990	31,867	33,254	33,855	37,997	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	4,978	2,854	2,387	3,800	5,123
Brüt Kar (Zarar)	4,669	4,091	4,921	5,584	7,658	Düzeltilme Öncesi Kar	2,166	940	1,721	2,374	4,026
Operasyonel Giderler	-1,314	-1,997	-2,135	-2,135	-2,135	Amortisman & İtfai Payları	1,643	2,228	2,064	2,152	2,243
Esas Faaliyet Karı	3,354	2,093	2,786	3,448	5,522	İşletme Sermayesindeki Değ.	390	-331	-1,226	-600	-1,054
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-65	-112	-208	-61	223	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	0	0	0	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-931	-2,559	-2,481	-1,838	-1,786
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,512	-2,654	-2,590	-1,932	-1,867
Net Finansman Gelir (Gideri)	-18	300	-120	4	6	Serbest Nakit Akım	4046	295	-94	1,962	3,337
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	3,271	2,282	2,458	3,392	5,751	Finansman Faal. Kay. Nakit	-1,707	464	-808	-792	-784
Vergi Giderleri (Gelirleri)	1,105	1,342	737	1,017	1,725	Finansal Borçlardaki Değişim	1,064	2,780	72	433	618
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Temettü Ödemeleri	-1,811	-1,848	-413	-758	-934
Net Kar	2,166	940	1,721	2,374	4,026	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	1403	135	-1909	-143	914
Düzeltilmiş Net Kar	2,166	940	1,721	2,374	4,026	Net Nakit Değişimi	755	174	366	720	1,080
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2,249	752	2,048	2,431	3,797						
FAVÖK	4,997	4,321	4,850	5,600	7,766						
Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Büyümeler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	14,061	17,794	16,923	16,391	17,210	Büyümeler					
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,839	7,817	6,403	5,925	5,859	Net Satışlar	-	13.9%	4.4%	1.8%	12.2%
Ticari Alacaklar	4,426	6,275	6,651	6,678	7,391	Faaliyet Karı	-	-38%	33%	24%	60%
Stoklar	2,677	2,807	2,950	2,866	2,992	FAVÖK	-	-14%	12%	15%	39%
Diğer Dönen Varlıklar	1,118	895	920	921	968	Net Kar	-	-57%	83%	38%	70%
Duran Varlıklar	22,714	29,394	30,262	31,974	34,681	Operasyonel Performans					
Maddi Duran Varlıklar	12,276	16,845	17,330	18,650	20,284	Brüt Marj	16.7%	12.8%	14.8%	16.5%	20.2%
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	6,551	7,432	7,815	7,694	8,205	Faaliyet Kar Marjı	12.0%	6.6%	8.4%	10.2%	14.5%
Toplam Varlıklar	36,774	47,188	47,185	48,364	51,892	FAVÖK Marjı	17.9%	13.6%	14.6%	16.5%	20.4%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,769	11,976	11,228	10,807	10,850	Efektif Vergi Oranı	-43.7%	76.1%	30.0%	24.4%	19.7%
Finansal Borçlar	3,263	5,421	4,605	4,118	3,653	Net Kar Marjı	7.7%	3.0%	5.2%	7.0%	10.6%
Ticari Borçlar	4,860	5,676	5,744	5,809	6,317	Özkaynak Karlılığı	-	3.2%	5.2%	6.9%	10.9%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	645	879	879	879	879	Aktif Karlılığı	-	2.2%	3.6%	5.0%	8.0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,388	2,786	2,278	2,298	2,721	Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	3.2%	7.7%	8.7%	12.8%
Finansal Borçlar	386	970	402	385	597	Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	17.8%	9.0%	7.2%	11.2%	13.5%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,001	1,816	1,876	1,913	2,124	Serbest Nakit Akışı / Satışlar	14.5%	0.9%	-0.3%	5.8%	8.8%
Özkaynaklar	26,618	32,427	33,679	35,259	38,321	Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	26,618	32,427	33,679	35,259	38,321	Düzeltilmiş F / K (x)	21.6	a.d	27.2	19.7	11.6
Ödenmiş Sermaye	331	331	331	331	331	FD / FAVÖK (x)	9.5	11.0	9.8	8.5	6.1
Rezerv ve Diğer Kalemler	24,204	31,238	31,767	32,730	34,169	FD / FAVÖK (x)	-	-	-	-	-
Dönem Net Karı (Zararı)	2,166	940	1,721	2,374	4,026	FD / Satışlar (x)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.2
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	PD / Defter Değeri (x)	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
Toplam Kaynaklar	36,774	47,188	47,185	48,364	51,892	Nakit Akışı / PD	8.6%	0.6%	a.d	4.2%	7.1%
						Hisse Başı Kazanç (₺)	6.54	2.84	5.20	7.17	12.16
						Hisse Başı Temettü (₺)	5.47	5.58	1.25	2.82	4.31
						Temettü Verimi	4.7%	5.8%	0.9%	1.7%	2.1%
						Net Borç (Nakit) (mn ₺)	2,190	1,426	1,395	1,421	1,609
						Net Borç / FAVÖK (x)	0.44	0.33	0.29	0.25	0.21
						Net Borç / Özsermaye (x)	0.08	0.04	0.04	0.04	0.04
						Kaynak: İş Yatırım					

Not: Rasyolar dolar bazında hesaplanmıştır.

Not: Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2026 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 endekslenir.

2026: 1,295

2027: 1,593

2028: 1,975

Güçlü hacimlerin daha olumlu fiyatlama koşullarıyla birleşmesi, ciro büyümesi ve FAVÖK marjının ilk yarı seviyelerine kıyasla kademeli toparlanması açısından destekleyici bir zemin sunuyor.

Heidelberg Materials ile operasyonel verimlilik odağı artıyor. Heidelberg Materials yönetimine geçişin ardından operasyonel verimlilik, şirketin orta vadeli stratejisinde daha fazla ön plana çıkıyor. Hammadde ve yakıt karmasının optimizasyonu, ürün ve müşteri karmasının iyileştirilmesi, lojistik verimliliğinin artırılması ve grup ölçeğinden yararlanılarak satın alma koşullarının geliştirilmesi, maliyet yapısında iyileşme sağlayabilecek başlıca alanları oluşturuyor. Şirket, 2025 yılında %13,6 seviyesinde gerçekleşen FAVÖK marjını 2028 yılında %20'nin, 2030 yılında ise %25'in üzerine çıkarmayı hedefliyor. Heidelberg Materials'ın küresel satın alma gücü ve operasyonel bilgi birikiminin, Akçansa'nın mevcut üretim ve lojistik ağının daha verimli kullanılmasını sağlayarak bu hedeflere ulaşılmasına katkıda bulunmasını bekliyoruz.

Marmara ağı ve büyüme alanları orta vadeli görünümü destekliyor. Akçansa'nın Çanakkale ve Büyükçekmece fabrikaları ile İstanbul'daki hazır beton ve liman operasyonlarından oluşan ağı, şirketin ana pazarı olan Marmara Bölgesi'ndeki konumunu destekliyor. Türkiye çimento tüketiminin yaklaşık %22'sini oluşturan Marmara Bölgesi, Akçansa açısından hem talep hem de lojistik bakımından önemli bir pazar konumunda. Büyükçekmece'nin İstanbul'daki tek çimento fabrikası olması ve Ambarlı'daki dökme çimento liman altyapısı şirketin bölgedeki satışlarını desteklerken, Çanakkale Limanı'nın aynı anda beş gemiye hizmet verebilmesi yurtiçi ve ihracat pazarları arasında hacim yönlendirilmesine imkân sağlıyor.

Hazır beton, liman ve Ladik yatırımlarının da orta vadede büyümeye katkı sağlamasını bekliyoruz. Betonsa'nın 2025 yılında 2,7 mn m³ olan hazır beton hacminin 2028 yılında 5 mn m³'e çıkarılması hedeflenirken, Ladik fabrikasında yapılacak pre-kalsinasyon yatırımıyla klinker kapasitesinin iki katına çıkarılarak 2028'e kadar yaklaşık 1 mn ton klinker üretim kapasitesine ulaşılması planlanıyor. Liman tarafında ise Ambarlı için 15 mn ABD dolarının üzerinde FAVÖK potansiyeli ve yaklaşık 2 mn ton çimento kapasitesi öngörülüyor. Söz konusu yatırımların şirketin hacim büyümesini ve ihracat esnekliğini desteklemesini beklerken, Betonsa ve liman operasyonlarının olası halka arzı da şirket tarafından değerlendiriliyor.

Düşük kaldıraç yatırım planları açısından esneklik sağlıyor. Akçansa, 2Ç26 itibarıyla yaklaşık 446 mn TL* net borç pozisyonuna sahip. Mevcut finansal kaldıraç seviyesinin oldukça sınırlı olması, şirketin hazır beton kapasite artışı, enerji verimliliği, alternatif yakıt ve mevcut tesislerin modernizasyonuna yönelik yatırımlarını finanse etmesi açısından esneklik sağlıyor. 2Ç26 itibarıyla şirketin net borç/FAVÖK (Yıllıklandırılmış) oranı 0,28x olarak gerçekleşmiş olup düşük bir düzeydedir, Tahmin dönemimiz boyunca şirketin net borçluluğunun düşük seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

* Net borç, toplam finansal borçlardan nakit ve nakit benzerlerinin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Önümüzdeki dönemde büyüme ve verimlilik yatırımları devam edecek olmakla birlikte, sermaye harcamalarının önceki yıllardaki yüksek seviyelerin altında seyretmesini bekliyoruz. Şirket, yıllık ortalama yatırım harcamalarının 2025'te yaklaşık 40 mn avro seviyesinden 2028'de yaklaşık 35 mn avroya, 2030 itibarıyla ise 25–35 mn avro aralığına gerilemesini öngörüyor. Mevcut bilanço yapısının söz konusu yatırımların finansmanı açısından önemli bir kısıt oluşturmasını beklemiyoruz.

Değerleme

Değerlememizde indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemini kullanıyoruz. Güncellenen makroekonomik varsayımlarımız doğrultusunda tahmin döneminde ortalama %28,4 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ve % 7 sonsuz büyüme oranı varsayıyoruz. Hedef fiyatımızı belirlerken şirketin mevcut net 443 mn TL net borç pozisyonunu firma değerinden düşerek özsermaye değerine ulaşıyoruz.

Operasyonel tahminlerimizde, şirket beklentileriyle uyumlu olarak FAVÖK marjını 2026'da %14,5, 2027'de %16,6 olarak öngörüyoruz. 2028'de devreye girmesi beklenen klinker ve hazır beton kapasite artışları ile ürün karmasındaki değişim, Heidelberg yönetimine geçişin yaratması beklenen maliyet optimizasyonu ve güçlü bölgesel talebin desteklediği fiyatlama iyileşmesinin katkısıyla FAVÖK marjının aynı yıl %20,5'e ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca, modelimizde liman operasyonlarının FAVÖK katkısının 2025 yılındaki yaklaşık 11,4 mn ABD doları (488 mn TL) seviyesinden kademeli olarak artarak 2028 yılında 15 mn ABD dolarının üzerine çıkacağını varsayıyoruz. Bununla birlikte, güncellenen 302 TL hedef fiyatımızın mevcut piyasa fiyatına göre sunduğu %37 yükseliş potansiyelini dikkate alarak "TUT" tavsiyemizi "AL" olarak güncelliyoruz.

Katalizörler ve Riskler

Potansiyel faiz indirimlerinin talebi ve buna bağlı olarak inşaat faaliyetlerini desteklemesi, enerji maliyetlerinde düşük fiyatlama ve Heidelberg Materials entegrasyonundan yaratılması beklenen operasyonel sinerjiler başlıca katalizörleri oluşturuyor. Fiyat artışlarının enflasyonun altında kalması, faiz oranlarının uzun süre yüksek kalmasına bağlı olarak inşaat faaliyetlerinde yaşanabilecek zayıflama ile enerji ve yakıt fiyatlarında beklentilerin üzerinde gerçekleşebilecek artışlar temel riskler arasında yer alıyor.

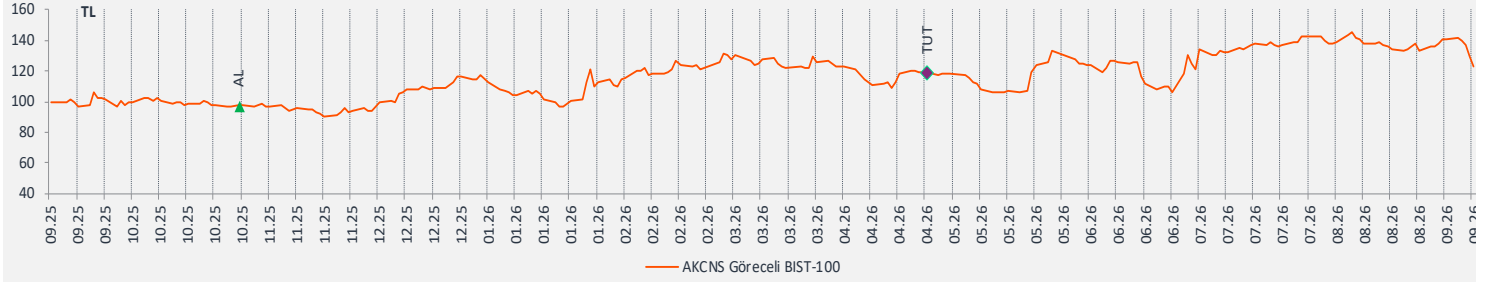


Değerleme Tablosu

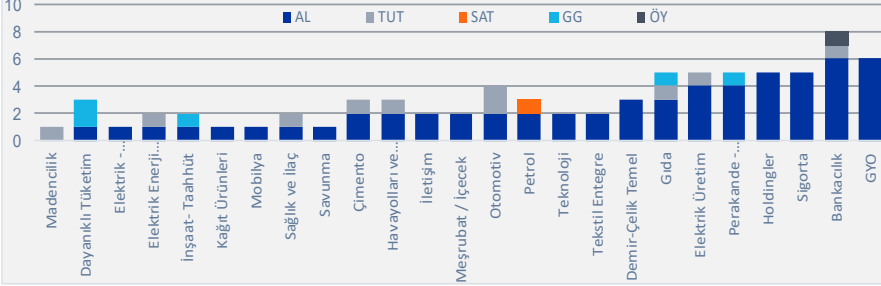
İNA Analizi, mın TL	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	SD
Hasılat	21,614	24,608	33,254	41,640	57,949	69,210	81,613	93,897	107,108	
artış, %	-	14%	35%	25%	39%	19%	18%	15%	14%	
FAVÖK	3,859	3,337	4,850	6,888	11,843	14,483	18,295	21,542	25,175	
artış, %	-	-14%	45%	42%	72%	22%	26%	18%	17%	
FAVÖK Marjı	17.9%	13.6%	14.6%	16.5%	20.4%	20.9%	22.4%	22.9%	23.5%	
FVÖK	2,590	1,616	2,786	4,241	8,422	10,282	13,235	15,562	19,706	
(-) Vergi Gideri	-648	-404	-696	-1,060	-2,106	-2,571	-3,309	-3,891	-4,927	
(+) Amortisman	1268	1720	2064	2646	3421	4200	5060	5980	5469	
(+/-) İşletme Sermayesi Değişimi	-337	-899	-1,226	-738	-1,608	-733	-1,362	-1,081	-1,320	
(-) Yatırım Harcaması	-1,168	-2,050	-2,590	-2,377	-2,847	-3,179	-3,486	-3,768	-3,922	
Serbest Nakit	1,706	-16	338	2,713	5,283	8,000	10,139	12,802	15,008	114,077
İskonto Faktörü	1.00	1.00	1.00	1.32	1.74	2.24	2.80	3.44	4.16	
İNA	1,706	-16	338	2,060	3,039	3,574	3,626	3,724	3,605	27,405
Sonsuz Değer	7.00%									
Firma Değeri	47,201									
Net Borç	446									
Azınlık Payları	0									
Çımsa Payları (8.98%)	3,901									
Hedef Özkaynak Değeri	57,822									
Hedef Fiyat	302.03									
Güncel Piyasa Değeri	42,214									
Güncel Fiyat	220.50									
Artış Potansiyeli	37%									

Akçansa

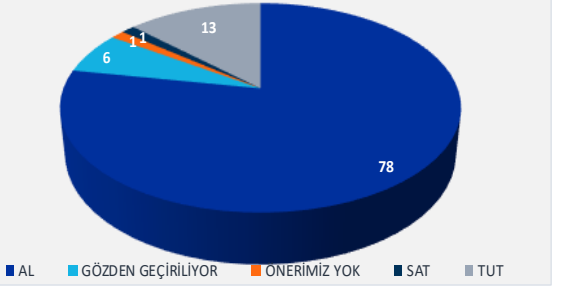
Göreceli Getiri / Öneriler



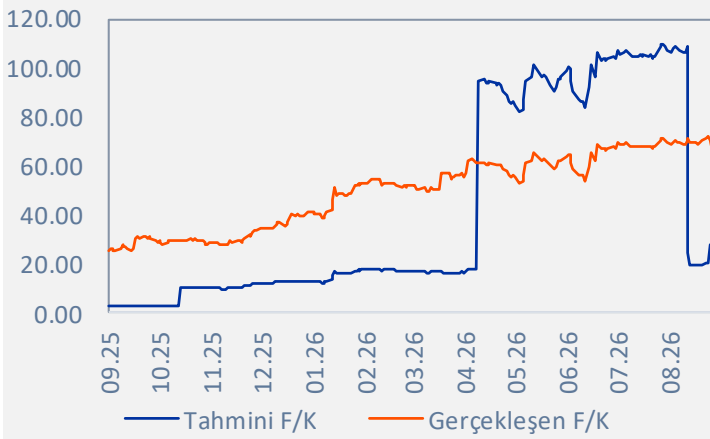
Şirket Sayısı



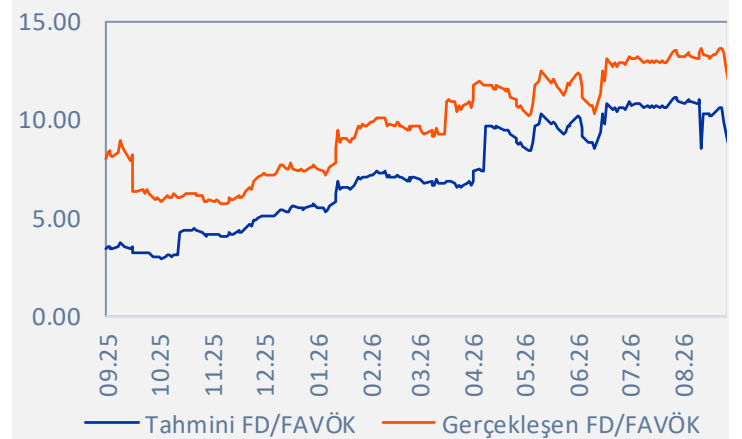
Tahap Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

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