

1. Genel Çerçeve: Yeni Ortaklık Yapısı ve Heidelberg Entegrasyonu

Toplantı, Akçansa'nın Heidelberg Materials çatısı altındaki yeni döneminde yönetimin stratejik yol haritasını, verimlilik ve büyüme hedeflerini yatırımcılarla paylaşmak amacıyla düzenlendi. Yönetim, önceki ortaklık yapısının karar alma süreçlerini yavaşlattığını açık biçimde ifade etti: örnek olarak, bir prekalsinasyon [Çimento endüstrisinde döner fırın öncesine kalsinasyon ünitesi eklenerek klinker üretim kapasitesini artıran ve termal enerji tüketimini (özellikle kömür/gaz) önemli ölçüde düşüren stratejik bir kapasite artırımı ve verimlilik hamlesidir.] yatırım kararının 20 yıl sürdüğü, ilgili ekipmanın 2007'de satın alındığı belirtildi.

- Yeni yapıda karar alma yetkileri belirgin şekilde genişletildi: Daha önce CEO'nun imza yetkisi 500 bin Euro ve azami bir yıl vade ile sınırlıyken, yeni dönemde yönetime süresiz/geniş kapsamlı yetki verildiği ve CEO'nun yönetim kuruluna atanarak karar süreçlerinin esnekleştirildiği vurgulandı.
- Heidelberg Materials'ın küresel ölçek avantajlarının (satın alma gücü, en iyi uygulama transferi, ticaret ağı) artık Akçansa'ya tam anlamıyla açıldığı; grubun 2030'a uzanan bir dönüşüm programı kapsamında somut hedefler belirlendiği ifade edildi.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin her ikisinin de görevlerine devam ettiği, sektör deneyimlerinin kurumsal yönetim açısından önemli olduğu belirtildi.

2. Operasyonel Verimlilik: "Dört Miks" Yaklaşımı

Yönetim, verimlilik ajandasını dört başlık ("dört kardeş") altında topladı: hammadde miksi, yakıt miksi, ürün miksi ve müşteri miksi.

- **Hammadde miksi:** Doğru kaynaktan, en uygun lojistik seçenekle hammadde tedariki. Yıkım/moloz betonundan geri kazanılmış agrega üretimi önemli bir fırsat olarak öne çıkarıldı; İstanbul'da agrega kaynaklarının (Gebze-Cebeci bölgesi) hızla tükendiği ve arazi değerlerinin üretimi zorlaştırdığı, agreganın gelecekte gemiyle (ör. Ambarlı limanına) taşınacağı, Çanakkale'de yüz milyonlarca tonluk agrega rezervi bulunduğu belirtildi.
- **Yakıt miksi:** Petrokokta HGI değeri düşük (daha ucuz) ürün kullanabilme kabiliyetinin maliyeti önemli ölçüde düşürdüğü; bu esnekliğin her tesiste bulunmadığı ve Çanakkale'nin bu avantajdan yararlanabileceği ifade edildi. Alternatif yakıtta Heidelberg'in Avrupa'nın en büyük alternatif yakıt kullanıcısı olduğu; Türkiye'de ithal RDF lisansının alınması hâlinde fark yaratılacağı, Bulgaristan'da %60-65 oranında ithal RDF kullanıldığı ve yakıt maliyeti olmamasının yanı sıra yakma karşılığında gelir elde edildiği anlatıldı.
- **Ürün miksi:** Yurt içi satışlarda dökme çimento payının ~%95, torbalı çimentonun ~%5 olduğu; ürün gamının yeniden değerlendirileceği belirtildi. Klinker kullanım oranının iç piyasada ~%80 olduğu, doğru katkı malzemeleriyle %60 klinker oranıyla aynı hatta daha iyi marjların mümkün olduğu vurgulandı. (aynı klinker ile daha fazla çimento). Grubun cüruf, uçucu kül ve kalsine kil alanında dünyanın en büyüğü olduğu, Gana'da dünyanın en büyük kalsine kil hattının kurulu ve faal olduğu, Çanakkale'de puzolanın önemli olduğu ifade edildi.
- **Müşteri miksi:** Müşteri tabanında henüz erişilmemiş potansiyele nüfuz için organizasyonel iyileştirmeler yapıldığı belirtildi.

Kalsine kil konusunda yönetim temkinli: Avrupa'da kalsine kil üretiminin ETS/karbon fiyatı nedeniyle anlamlı olduğu, Türkiye'de ise ancak klinker maliyetinin altında üretilebilirse rekabetçi olacağı; Türkiye'de bugüne kadar doğru kapasite ve KPI'larla kurulmuş bir tesis görülmediği, Çanakkale'nin ise atık ısı, liman ve altyapı avantajlarıyla bunu başarabilecek konumda olduğu ifade edildi.

3. Dijitalleşme, Yapay Zekâ ve Uzaktan Operasyon

- Grubun Mısır (Kahire) merkezli uzaktan operasyon modeli örnek verildi: Tanzanya, Togo, Burkina Faso ve Gana'daki tesislerin operasyonu tamamen Kahire'den uzaktan yürütülüyor; sahada yalnızca bakım ekipleri bulunuyor. Normalde tesis başına beş kişi gerekirken, Kahire'deki beş kişilik ekip sekiz tesisi yönetiyor.
- Veri odaklı üretkenlik, ileri operasyon standartları ve iş süreci optimizasyonunun dönüşümün taşıyıcıları olduğu vurgulandı.

4. Varlık Optimizasyonu ve Potansiyel Halka Arzlar

- **Araziler:** Başta İstanbul ve İzmir metropol bölgeleri olmak üzere (İzmir'de Menemen ve Güzelbahçe dahil) kullanılmayan 1 milyon m²'nin üzerinde arazi bulunduğu; gerçek değerlerinin tespit edildiği ve imar planı/geliştirme modeliyle değerin katlanabileceği belirtildi.
- **Betonsa halka arzı:** Hazır beton hacminin ~2,8-3 milyon m³'ten 2028'e kadar 5 milyon m³'e çıkarılması hedefleniyor. Beton üretiminin ayrı bir şirket olarak halka arzı, mevzuata uygunluk ve sinerjilerin korunması şartıyla değerlendirilen bir seçenek.
- **Akçansa Port halka arzı:** Başta Ambarlı olmak üzere liman operasyonlarının halka arzı potansiyel olarak masada. Liman tarafında üçüncü taraf operasyonlarının artırılması hedefleniyor; önce kapasite genişletme, ardından halka arz seçeneklerinin birlikte değerlendirileceği ifade edildi.
- **Çimsa payları:** Şirketin elindeki Çimsa hisselerinin satışı da değer yaratma seçenekleri arasında sayıldı.

Ayrı halka arzların gerekçesi olarak, farklı iş kollarının tek çatı altında yönetildiğinde verimliliğin yeterince görünür olmaması gösterildi. Beton hacmi 5 milyon m³'e çıktığında m³ başına ~0,25 ton kum ihtiyacıyla yıllık ~1,25 milyon ton kum talebi doğacağı ve dikey entegrasyonun (agrega-beton-liman) bu noktada kritik olduğu anlatıldı.

5. Liman ve Lojistik: Yapısal Rekabet Avantajı

- Yönetim, İstanbul'da hem Avrupa hem Anadolu yakasında liman/terminale sahip tek oyuncu olmanın lojistik maliyet avantajı yarattığını; İstanbul trafiğinin rakipler için engel, Akçansa için ise ters yönlü sevkiyat planlamasıyla avantaja dönüştüğünü vurguladı.
- Anadolu yakasında Yalova ve Yarımca terminallerinin benzersiz konumda olduğu, terminal ağı açısından rekabet edebilecek başka oyuncu bulunmadığı ifade edildi.
- Çanakkale'de yılda ~4,5 milyon ton malzemenin karayoluyla taşındığı; yeşil dönüşüm ve lojistik optimizasyonun burada büyük fırsat sunduğu belirtildi.

6. Büyüme, Yatırımlar ve İhracat

Ladik klinker yatırımı: Klinker kapasitesinin 600 bin tondan 1 milyon tona çıkarılması planlanıyor. Net yatırım tutarı, %30-40'a varabilen teşviklere (çevresel katkı, ısı/elektrik verimliliği) bağlı olarak netleşecek. Yatırımla ısı tüketiminde %22-25 (alternatif yakıtla daha fazla), elektrik tüketiminde en az %20 azalma öngörülüyor. Teşvik onayının alındığı, tutarın başvurulara göre belirleneceği ifade edildi.

- **Samsun:** Samsun lokasyonunun karayolu bağlantılarıyla, Türkiye'nin bugün itibarıyla en yüksek çimento fiyatlarına sahip Ankara pazarına erişim açısından önemli bir avantaj sunduğu; Samsun limanının Ladik'e ~70 km mesafede olmasının ithal alternatif yakıt/RDF için de imkân yarattığı belirtildi.
- **İhracat:** Mısır operasyonu üzerinden Libya'ya açılım üzerinde çalışılıyor; Türkiye'nin İsrail'e ticareti durdurması nedeniyle İsrail'e sevkiyatın Mısır'dan yapıldığı ifade edildi. Mısır'dan karayolu ile başlayan satışların dökme/gemi sevkiyatına kaydırıldığı belirtildi. Ukrayna'da operasyonun durdurulduğu ancak yeniden giriş için hazırlık yapıldığı; Gürcistan'da ise beklemeden başlanacağı söylendi.
- **Hazır betonda kapasite artışı:** Mevcut tesislerde arazi kullanımının optimize edilmesiyle (ör. yılda 100 bin m³ üretilen bir tesiste ilave hat yatırımıyla 500 bin m³'e kadar) düşük yatırım maliyetiyle beş kata kadar kapasite artışının mümkün olduğu anlatıldı.

7. Sürdürülebilirlik, Enerji ve CBAM

- Önceki ortaklık yapısı nedeniyle rüzgâr ve güneş enerjisine yeterince yatırım yapılmadığı; yeni dönemde yenilenebilir enerji ve enerji ticareti dahil ilerleme kaydedileceği ifade edildi.
- Çanakkale'de atık ısıdan elektrik üretim kapasitesinin artırıldığı; sıfır maliyetli bu üretimin tesis ihtiyacının yaklaşık üçte birini karşılayacağı belirtildi.
- CBAM ve Türkiye'de ETS: COP31'in Türkiye'de yapılacak olmasının ETS duyurusunu hızlandıracağı, rakamların yakında açıklanmasının beklendiği; Avrupa'daki üretim fizibilitelerinin bu çerçevede gözden geçirildiği ifade edildi.

8. Finansal Hedefler ve Temettü

- FAVÖK marjı: Önceki yıllara kıyasla marjın iki katından fazlasına çıkarılması hedefleniyor.
- Serbest nakit akışı: Önceki yıllara göre %100'ün üzerinde artış hedefi; nakit dönüşüm oranının %50'nin üzerinde olması amaçlanıyor. "Değer yaratmanın en net aracı nakit üretimidir" mesajı verildi.
- Temettü: 30 yıllık kesintisiz temettü geleneğine atıfla, kârlılık ve nakit üretimi iyileştikçe daha yüksek bir temettü tabanının değerlendirileceği belirtildi.
- Capex: Net capex'in mevcut seviyelerin altında yönetilebileceği; bunun varlık tabanındaki atıl potansiyelin gelire dönüştürülmesi ve disiplinli sermaye tahsisi ile mümkün olacağı savunuldu.

Hedeflerin dört temel sütuna dayandırıldığı ifade edildi: operasyonel mükemmellik, entegrasyon faydaları, varlık optimizasyonu ve disiplinli uygulama. Yönetim, bugünden itibaren tüm taahhütlerin "kıyaslanabilir" olacağını; her yatırımcı toplantısında "ne söylendi, ne yapıldı" şeffaflığıyla ilerleme raporlanacağını taahhüt etti.

9. Soru-Cevap Bölümünden Öne Çıkanlar

IPO gelirlerinin kullanımı: Betonsa ve Akçansa Port halka arz gelirlerinin büyüme için kullanılacağı; zamanlamanın fırsatlara, mevzuata ve sinerjilerin korunmasına bağlı olduğu belirtildi.

Liman FAVÖK marjı: Kesin rakam paylaşılmadı; ancak %70'in belirgin üzerinde olduğu ve halka açık liman şirketlerinin marjlarının çimento sektörünün anlamlı üzerinde seyrettiği ifade edildi.

- **FAVÖK marjı iki katına çıkarma sürücüler:** Rekabetçi hassasiyet nedeniyle kırılım paylaşılmadı; dört ana başlığa (yakıt, ürün, müşteri miksi ve inovasyon) işaret edildi.
- **Hürmüz krizi ve petrokok riski:** Heidelberg Materials Trading üzerinden hem navlun hem yakıt (kömür ve petrokok) tarafında yıl sonuna kadar önemli bir risk görülmediği; global politikanın %50 hedge / %50 spot olduğu, gerilim artmadan önce navlun tarafında hedge oranının %100'e çıkarıldığı açıklandı. Venezuela'nın petrokok tedarikçisi olarak geri dönüşünün fırsat yarattığı; Körfez kaynaklı arz kısıtlarının Akçansa'ya ihracatta rekabet avantajı sağladığı ifade edildi.

10. Değerlendirme

Toplantının ana mesajı; hissedar yapısındaki değişimin ardından Akçansa'nın karar alma hızı, küresel ölçek avantajları ve varlık optimizasyonu (arazi, liman, beton, Çimsa payları) üzerinden belirgin bir değer açığa çıkarma sürecine girdiğidir. FAVÖK marjını iki katına çıkarma ve serbest nakit akışını %100'ün üzerinde artırma hedefleri iddialı olmakla birlikte; yönetim bunları alternatif yakıt geçişi, klinker oranı düşürme, uzaktan operasyon/dijitalleşme ve liman-agrega-beton dikey entegrasyonu gibi somut kaldıraçlara dayandırmaktadır. Betonsa ve Akçansa Port halka arzları ile Ladik kapasite yatırımı, önümüzdeki dönemde hisse için başlıca katalizörler olarak izlenmelidir.



Yasal Uyarı

“Bu içerikte yer alan bilgiler genel nitelikte olup, herhangi bir getiri garantisi veya doğrudan yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararları kişisel risk ve tercihlere göre verilmelidir. Yatırımcıların, burada yer alan bilgilere dayanarak işlem yapmadan önce kendi araştırmalarını yapmaları ve ilgili verileri doğrulamaları önemle tavsiye edilir. Burada yer alan bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan **Destek Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**, **bağlı kuruluşları, çalışanları ve danışmanları** sorumlu tutulamaz.

Sunulan veriler güvenilirliği kabul edilen kaynaklardan elde edilmiş olmakla birlikte, bilgilerdeki doğruluk, eksiksizlik ve değişmezlik garanti edilmemektedir. Destek Yatırım adına sizinle iletişime geçen kişi veya kurumların kaynağını mutlaka doğrulayınız. Kurumumuz **Telegram vb. uygulamalar veya sahte internet siteleri** üzerinden hiçbir şekilde bilgi talep etmez, nakit yatırma veya çekme işlemlerine yönlendirmez. Tüm resmi bilgilere yalnızca kurumumuzun web sitesi üzerinden ulaşabilir ve doğruluğunu teyit edebilirsiniz.

Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler **yatırım danışmanlığı kapsamında değildir**. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak sözleşme çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak **kişiyi özel** sunulmaktadır. Bu nedenle, yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu içerikte yer alan bilgi ve verilerden kaynaklanabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan **Destek Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu değildir.**”

Gökhan Uskuay

Araştırma Direktörü

arastirma@destekyatirim.com