Nuh Çimento <NUHCM> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Hasılat yatay kalırken satışların ağırlığı iç piyasaya kaymıştır

Nuh Çimento'nun 3Ç2026 hasılatı bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %1,7 gerileyerek 5.711,6 milyon TL olmuştur (karşılaştırma dönemi 3Ç2025; tutarlar 30.09.2026 satın alma gücüyle ifade edilmiştir). Toplam hasılat yatay görünse de satışların dağılımı belirgin biçimde değişmiştir. Yurt içi satışlar %35,7 artışla 4.315,3 milyon TL'ye yükselmiş, yurt dışı satışlar ise %46,6 düşüşle 1.412,9 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu nedenle ihracatın satışlardaki payı %45,4'ten %24,7'ye inmiştir. İlk dokuz ayda klinker kapasite kullanımı %97'den %90'a düşerken çimento kapasite kullanımı %75'ten %74'e gerilemiş ve neredeyse yatay kalmıştır. Bu tablo, ihracattaki zayıflığın en çok klinker üretimine yansıdığına işaret ediyor olabilir.

İç piyasa ağırlığının arttığı dönemde marjlar belirgin biçimde genişlemiştir

Satışların maliyeti %11,6 azalmış, brüt kar ise %30,3 artışla 1.793,1 milyon TL olmuştur. Brüt marj %23,7'den %31,4'e çıkmıştır; bu oran 2Ç2026'daki %24,9'un da belirgin biçimde üzerindedir. Hasılat yatay seyrederken maliyetlerin gerilemesi, iç piyasa satışlarının ihracata göre daha yüksek karlılıkla gerçekleşmiş olabileceğine işaret etmektedir. Pazarlama giderlerinin %20,0 azalması ihracattaki düşüşle uyumludur. Esas faaliyet karı %40,0 artışla 1.149,9 milyon TL'ye ulaşmış, esas faaliyet kar marjı %14,1'den %20,1'e yükselmiştir. FAVÖK %35,6 artışla 1.677,0 milyon TL olmuş, FAVÖK marjı %21,3'ten %29,4'e çıkmıştır. Esas faaliyetlerden diğer giderler ise 15,9 milyon TL'den 127,7 milyon TL'ye yükselmiştir; bu kalemin kırılımı özet finansal tablolarda yer almamaktadır.

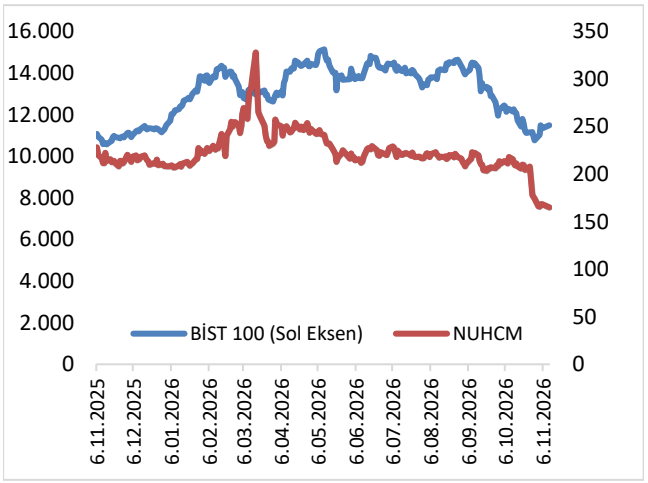
Vergi indirimi ve iç talep görünümü destekleyici, ihracatın seyri ise izlenmesi gereken başlıca konudur

Finansman gelirleri %39,0 gerileyerek 578,3 milyon TL'ye inmiştir; faiz gelirlerindeki düşüş %35,0'tır. Bu gerilemede nakit bakiyesinin geçen yılın aynı dönemine göre belirgin biçimde düşük olması (30.09.2026: 6.431,4 milyon TL; 30.09.2025: 11.170,2 milyon TL) ve TL mevduat faizlerinin %40,5-43,1 aralığından %37,5-39,0 aralığına gerilemesi etkili olmuştur. Nakit bakiyesindeki bu düşüşün en büyük kalemi, 2026 yılının ilk çeyreğinde ödenen 3.818,3 milyon TL temettüdür. Buna karşılık net parasal pozisyon kaybı 759,8 milyon TL'den 343,5 milyon TL'ye gerilemiştir. Böylece finansman gelirleri, finansman giderleri ve parasal kayıp birlikte değerlendirildiğinde net katkı 62,5 milyon TL'den 144,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Vergi öncesi kar %44,2 artmıştır. Etkin vergi oranının %43,1'den %31,0'a gerilemesinin de katkısıyla ana ortaklık net karı %74,8 artışla 942,0 milyon TL olmuş, net kar marjı %9,3'ten %16,5'e yükselmiştir. İlk dokuz ayda ise hasılat %2,6, esas faaliyet karı %15,6 ve net kar %32,8 gerilemiştir. Dolayısıyla güçlü üçüncü çeyrek, ilk yarıdaki zayıf performansı yalnız kısmen telafi edebilmiş.

SINIRLI POZİTİF

Kapanış, TL (06.11.2026)	165,00 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	150,21
Halka Açık Sermaye (bin TL)	25,94
Halka Açıklık Oranı	17,27
Piyasa Çarpanları	
F/K	36,64
PD/DD	0,91
FD/FAVÖK	4,22

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	5.711.619	5.808.206	-1,7
Brüt satış karı	1.793.148	1.376.479	30,3
Faaliyet Giderleri	574.142	616.849	-6,9
Finansal Gelir/Gider	488.292	822.263	-40,6
Esas Faaliyet Karı	1.149.882	821.616	40,0
FAVÖK	1.676.982	1.236.692	35,6
Ana Ortaklık Net Kar	941.952	539.005	74,8
Oranlar	**3Ç26**	**3Ç25**	**Fark**
Brüt Kar Marjı (%)	31,39	23,70	7,7
Esas Faa.Kar Marjı (%)	20,13	14,15	6,0
FAVÖK Marjı (%)	29,36	21,29	8,1
Net Kar Marjı (%)	16,49	9,28	7,2



Borç azaltımıyla net nakit pozisyonu güçlenmiş, sermaye yapısı sağlam kalmıştır

30.06.2026 bilançosu 30.09.2026 satın alma gücüne taşınarak karşılaştırıldığında, şirketin net nakit pozisyonu 5.029,6 milyon TL'den 5.606,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Nakit ve nakit benzerleri 6.431,4 milyon TL ile reel olarak yatay kalmıştır. Finansal borçlar ise kısa vadeli borçlanmaların tamamen kapatılmasıyla %43,4 azalarak 824,6 milyon TL'ye inmiştir. Aynı dönemde ticari alacaklar %11,6, stoklar %11,0 ve ticari borçlar %15,9 artmış, ticari işletme sermayesi %9,0 artışla 3.796,8 milyon TL olmuştur. İlk dokuz ayda işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı 2.212,0 milyon TL'ye gerilemiştir (9A2025: 4.087,4 milyon TL). Bu gerilemede ticari alacaklardaki 1.658,1 milyon TL'lik artış ile geçen yıl nakit katkısı sağlayan stok ve diğer alacak kalemlerinin bu yıl aynı katkıyı sağlamaması etkili olmuştur. Özkaynakların aktif toplamına oranı %84 ile güçlü sermaye yapısı korunmuştur.

Vergi indirimi ve iç talep görünümü destekleyici, ihracatın seyri ise izlenmesi gereken başlıca konudur

İleriye bakıldığında, 7582 sayılı Kanun ile sanayi sicil belgesine sahip ve fiilen üretim faaliyeti gerçekleştiren kurumların bu faaliyetlerinden 1 Ocak 2027'den itibaren elde edecekleri kazançlara uygulanacak kurumlar vergisi oranı %25'ten %12,5'e indirilmiştir. Şirket 30.09.2026 tarihli tablolarında ertelenmiş vergiyi bu değişikliği dikkate alarak hesaplamıştır. İndirim üretim faaliyetinden elde edilen kazançlarla sınırlı olduğundan, ilk dokuz ayda 1.563,5 milyon TL'ye ulaşan faiz gelirleri ile 193,2 milyon TL'lik kira gelirleri gibi kalemlerin indirimden yararlanması beklenmemektedir. Bu nedenle düzenleme 2027'den itibaren net karlılığı destekleyebilir; ancak etkisinin büyüklüğü üretim ve üretim dışı kazançların dağılımına bağlı olacaktır. Faaliyet raporu, deprem bölgesi rehabilitasyonu ve kentsel dönüşüm projelerinin iç piyasa talebini canlı tuttuğunu, buna karşılık enerji maliyetlerindeki dalgalanmaların ve ihracat pazarlarındaki yeşil mutabakat kriterlerinin sektörün karlılık dengelerini zorladığını belirtmektedir. Bu değerlendirme, iç piyasa ağırlıklı yeni satış yapısının sürdürülebilirliğine işaret ediyor olabilir. Bundan sonra izlenecek başlıca konular ihracattaki gerilemenin kalıcı olup olmadığı, iç piyasa fiyatlamasının ve enerji maliyetlerinin seyri ile düşen faiz ortamında finansman gelirlerinin daralma hızıdır.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç2026 sonuçlarını sınırlı pozitif değerlendiriyoruz. Hasılat %1,7 gerileyerek 5.711,6 milyon TL'de yatay seyretmiştir; buna karşılık satışların ağırlığı iç piyasaya kaymıştır. Yurt içi satışlar %35,7 artarken yurt dışı satışlar %46,6 gerilemiş ve ihracatın satışlardaki payı %45,4'ten %24,7'ye inmiştir. Satış karmasındaki bu değişimle eş zamanlı olarak brüt marj %23,7'den %31,4'e yükselmiştir. Esas faaliyet karı %40,0 artışla 1.149,9 milyon TL'ye, FAVÖK %35,6 artışla 1.677,0 milyon TL'ye ulaşmış ve FAVÖK marjı %29,4 olmuştur. Faiz gelirleri gerilemiştir. Ancak faaliyet karındaki iyileşmeye net parasal pozisyon kaybının azalması ve etkin vergi oranının %43,1'den %31,0'a gerilemesi de eklenince ana ortaklık net karı %74,8 artışla 942,0 milyon TL olmuştur. Güçlü üçüncü çeyrek ilk yarının zayıf performansını yalnız kısmen telafi etmiştir; ilk dokuz ayda net kar %32,8 gerilemiştir. Bilanço tarafında finansal borçların azalmasıyla net nakit pozisyonu 5.606,8 milyon TL'ye yükselmiş ve %84 özkaynak/aktif oranıyla güçlü sermaye yapısı korunmuştur. 2027'den itibaren üretim kazançlarına uygulanacak %12,5 kurumlar vergisi oranı ile iç talebin canlı seyri görünümü destekleyebilir; ihracattaki gerilemenin kalıcılığı ise izlenmesi gereken başlıca konudur. 06.11.2026 kapanış fiyatı olan 165,00 TL ile hisse 0,91 PD/DD ve 4,22 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. İlk yarıdaki zayıf karlılık nedeniyle son on iki aylık F/K ise 36,64 ile yüksek seviyededir; üçüncü çeyrekteki faaliyet karlılığının sürmesi durumunda bu çarpanın gerilemesi beklenebilir.

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

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

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

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

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr