



MODEL PORTFÖY

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER

www.piramitmenkul.com.tr

11.10.2019 Cuma

Piramit Menkul Model portföyünde **ANACM, ARCLK, CIMSA, KCHOL, KORDS, KOZAL, PETKM, SODA, THYAO, TOASO, VAKBN ve YKBNK** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde piyasa değerleri F/K, PD/DD ve piyasa değeri verileri 10 Ekim 2019 tarihine göre belirlenmiş olup, 12 aylık hedef fiyatı ve potansiyel getiri hesaplamasına yer verilmiştir.

	10.10.2019 Kapanış	F/K	PD/DD	Piyasa Değ. Mn TL	Aylık Fiyat Değ.(%)	Son Bir Yıllık Getiri (%)	12 Aylık Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
ANACM	3,13	4,91	0,94	2.348	16,8	12,4	4,20	34,2
ARCLK	17,97	12,45	1,34	12.143	-1,5	46,7	24,50	36,3
CIMSA	7,11	15,83	0,70	960	-0,7	-13,9	9,70	36,4
KCHOL	18,23	8,92	1,36	46.229	-0,3	14,7	25,20	38,2
KORDS	11,75	6,57	1,10	2.286	-0,8	19,5	17,00	44,7
KOZAL	68,45	7,41	2,21	10.439	9,7	35,4	87,60	28,0
PETKM	3,4	8,52	1,58	7.181	-5,3	-14,5	5,60	64,7
SODA	5,77	3,70	1,10	5.770	0,9	-10,0	9,00	56,0
THYAO	11,59	5,72	0,48	15.994	-5,0	-30,6	16,40	41,5
TOASO	21,46	7,83	3,05	10.730	10,6	4,6	29,60	37,9
VAKBN	4,5	3,69	0,38	11.250	-9,1	23,6	6,80	51,1
YKBNK	2,28	4,23	0,48	19.259	-8,4	37,3	3,50	53,5

Model portföyde yer almayan fakat yakın takibimizde olan hisseler arasında ise **TCELL, EGEEN, EKGYO, MGROS, SASA, SELEC, SISE ve KFEIN** hisseleri yer almaktadır.

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Anadolu Cam (ANACM, Hedef Fiyat: 4,20): Şirketin 2Ç19'da net karı 155 mn TL ile yıllık bazda %6 oranında azalış kaydetmiştir. Net kar çeyrek bazda ise %53 oranında artmıştır. 2Ç19'da operasyonel performansı güçlenen Şirketin 75mn TL'lik ertelenmiş vergi geliri net karına destek vermiştir. Şirketin satış gelirleri yıllık bazda %33 yükselişle 1,11 mlr TL'ye ulaşmıştır. Satış hacmindeki %6 gerileme olmasına karşın satış gelirleri artmıştır. Bu artışta ise kurun olumlu etkisi ile ürün fiyat artışları etkili olmuştur. 2019 yılının ikinci çeyreğinde şirketin yurtiçi satışları %28, yurtdışı satışları %35 oranında artış göstermiştir. Şirketin yurtdışı satışlarındaki artış ve döviz kurlarındaki yüksek seyrin katkısı ile bu dönemde brüt kar marjı 3,5 baz puan artarak %32,99'a yükselmiştir. Şirketin maliyet yapısı incelendiğinde ise 2Ç18'de %70,46 olan SMM/ciro oranının, 2Ç19'da %67,01'e gerileyerek brüt satış karının yükselmesini sağladığı görülmektedir. Şirketin faaliyet giderlerinin 2Ç19'da yıllık bazda %47 oranında artarak 208mn TL'ye yükselmesi net karı baskı altına almıştır. Şirketin bu dönemde ihracat artışı ile birlikte lojistik ve ulaştırma giderlerinin yükselmesi faaliyet giderlerinin artmasına neden olmuştur. Şirket'in 2Ç19'da yıllık bazda esas faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı 1,3 baz puan artış kaydetmiştir. Net kar marjı ise 5,8 baz puan azalış ile %13,96 olmuştur. Şirket'in 2019 yılının ilk yarısındaki ana ortaklık net dönem karı geçen yılın aynı dönemine göre %12 oranında yükselerek 256,8mn TL olmuştur. Anadolu Cam'ın Rusya'daki fabrikasının 2Ç20'de devreye girmesi ile birlikte üretim kapasitesi, 2,36 mn ton/yıl'dan %3 artarak 2,43 mn ton/yıl'a yükselecek. Rusya cam ambalaj pazarında 1Ç19 itibarıyla %39 pazar payıyla lider konumunda olan Şirketin, Rusya faaliyetlerinin olumlu etkisi yılın 3.çeyreğinden itibaren görülebilir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	1.112	837	33	1.112	775	43
SMM	745	590	26	745	518	1
Brüt satış karı	367	247	48	367	257	43
Faaliyet Giderleri	208	141	47	208	160	30
Finansal Gelir/Gider	-97	-33	a.d.	-97	-82	a.d.
Esas Faaliyet Karı	162	111	46	162	115	40
FAVÖK	265	188	41	265	195	36
Ana Ortaklık Net Kar	155	166	-6	155	102	53

	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	32,99	29,54	3,5	32,99	33,19	-0,2
Esas Faa.Kar Marjı (%)	14,56	13,29	1,3	14,56	14,88	-0,3
FAVÖK Marjı (%)	23,84	22,52	1,3	23,84	25,19	-1,3
Net Kar Marjı (%)	13,96	19,78	-5,8	13,96	13,11	0,9

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Arçelik (ARCLK, Hedef Fiyat: 24,50): Şirketin 2019 yılının 2.çeyrek döneminde bir önceki yıla göre net satışları %29 oranında artarak 8.428mn olarak gerçekleşmiştir. 2Ç19'da brüt satış karı yıllık bazda %34 artışla 2.643mn TL, ana ortaklık net dönem karı ise yıllık bazda %52 artışla 219mn civarında gerçekleşmiştir. Şirket daralan yurtiçi piyasada 1Ç19'a göre satışlarını beyaz eşyada %16 oranında arttırmıştır. Yurtdışı pazarında ise TL'nin değer kaybı ve artan yurtdışı satışları karlılığı olumlu katkı sağlamıştır. 2Ç19 döneminde operasyonel olmayan giderlerin ve efektif vergi oranının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi gibi nedenlerle, karlılık beklentilerin altında kalmıştır. Şirketin yıllık bazda FAVÖK rakamı %66 gibi güçlü bir artış ile 908mn TL'ye ulaşmıştır. Şirketin Esas Faaliyet Marjı dışındaki karlılık marjlarında hafif de olsa düzelmeler olmuştur. Şirket 2019 beklentilerini aşağı yönlü revize ederek yurtiçi pazarın %10'dan %15'e daralmasını, ciro büyümesini ise TRY bazlı %25-30 seviyesinden %20-25 seviyelerine geleceği öngörüsünde bulunmuştur. Global büyüme oranını ise %2 seviyesinde, uzun dönem FAVÖK marjı beklentisini ise %12 seviyesinde sabit tutmuştur. Şirket mart ayında Asya pazarında geniş bir faaliyet alanına sahip olan Singer Bangladeşi satın alarak Asya'da Pazar hakimiyetini arttırmayı amaçlamaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	8.428	6.512	29	8.428	6.902	22
SMM	5.784	4.538	27	5.784	4.663	4
Brüt satış karı	2.643	1.974	34	2.643	2.239	18
Faaliyet Giderleri	1.993	1.587	26	1.993	1.794	11
Finansal Gelir/Gider	-363	-444	a.d.	-363	-394	a.d.
Esas Faaliyet Karı	664	607	9	664	640	4
FAVÖK	908	548	66	908	694	31
Ana Ortaklık Net Kar	219	144	52	219	225	-3

Oranlar	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	31,37	30,31	1,1	31,37	32,43	-1,1
Esas Faa.Kar Marjı (%)	7,88	9,32	-1,4	7,88	9,27	-1,4
FAVÖK Marjı (%)	10,78	8,41	2,4	10,78	10,06	0,7
Net Kar Marjı (%)	2,60	2,21	0,4	2,60	3,27	-0,7

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çimsa Çimento (CİMSA, Hedef Fiyat: 9,70): Şirketin 2Ç19'da ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %94 oranında azalışla 5mn TL olarak açıklanmıştır. Geçen yılın aynı döneminde ise 80,3mn TL net kar elde etmişti. Net kar bir önceki çeyrek dönem olan 1Ç19'e göre de %72 oranında azalış göstermiştir. Şirketin 2Ç19 satış gelirleri yıllık bazda %3 oranında azalırken, bir önceki çeyreğe göre (1Ç19) göre ise %42 oranında artış göstermiştir. 2Ç19'da satışların yıllık bazda %3 azalmasına ek olarak, 2Ç18'de %71,85 olan SMM/Ciro oranının, %82,66'ye yükselmiş olması da brüt karın azalmasına neden olmuştur. 2Ç19 sonunda brüt satış karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %40 azalış göstermiştir. Aynı dönemlerde faaliyet giderlerindeki %27'lik artışında negatif etkisi ile Çimsa Çimentonun esas faaliyet karı %53 oranında azalış ile 49mn TL'ye gerileyerek negatif performans göstermiştir. Şirketin FAVÖK rakamı ise 2Ç19'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %36 oranında azalış ile 85mn TL olarak açıklanmıştır. Şirket'in satış maliyetlerindeki %11'lik ve faaliyet giderlerindeki %27'lik artış nedeniyle operasyonel karlılığı azalmıştır. Şirketin 2Ç19'da EFK marjı 2Ç18'e göre 11 puan azalış göstererek %10,39'a gerilemiştir. Aynı dönemlerde FAVÖK marjı 9,2 puan azalış göstererek %17,83 net kar marjı da 15,2 puan azalarak %1,05 olarak gerçekleşmiştir. -Şirketin yurtiçi satışlarında 2Ç19'da yıllık bazda %32 daralma olmasına karşın, yurtdışına yapılan satışların da %45 oranında artış olmuştur. Toplam satış gelirleri içerisinde ihracatın payı 2Ç18'de %42, 2Ç19'da %60 olarak gerçekleşmiştir. Yurtiçi satışlardaki daralmayı ihracat artışı ile dengelemeye çalışan Şirketin, 3Ç19 finansal tablolarında ihracatın katkısının sürmesini beklemekteyiz. Yurtdışında ihracat yapma kapasitesi, güçlü pazarlama ağı ve 2018 yılında faaliyete geçen yatırımlar ile beyaz çimento kapasitesinin artması, 3Ç19'da finansal performansına katkı sağlayabilir. Son bir yılda daralan iç pazarın, yeniden canlanması durumunda, karlılık marjları olumlu etkilenebilir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	476	493	-3	476	336	42
SMM	393	354	11	393	269	19
Brüt satış karı	83	139	-40	83	67	23
Faaliyet Giderleri	39	30	27	39	34	13
Finansal Gelir/Gider	-83	-32	a.d.	-83	-64	a.d.
Esas Faaliyet Karı	49	105	-53	49	45	10
FAVÖK	85	133	-36	85	62	36
Ana Ortaklık Net Kar	5	80	-94	5	18	-72

	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	17,34	28,15	-10,8	17,34	19,99	-2,7
Esas Faa.Kar Marjı (%)	10,39	21,39	-11,0	10,39	13,36	-3,0
FAVÖK Marjı (%)	17,83	27,05	-9,2	17,83	18,54	-0,7
Net Kar Marjı (%)	1,05	16,30	-15,2	1,05	5,41	-4,4

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Koç Holding (KCHOL, Hedef Fiyat: 25,20): Şirket 2019 yılı 2. çeyreğinde 1.425mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştır. Net kar 1Ç19'a göre %83 artış göstererek iyi bir performans ortaya koymuştur. Şirketin 2Ç19'da satış gelirleri yıllık bazda %22 oranında artarak 40.332mn TL olmasına ek olarak çeyreklik bazda bakıldığında da bir önceki çeyreğe göre %18 artış göstermiştir. Operasyonel maliyetlerdeki artışa rağmen brüt satış karı %15 oranında artarak 6.024mn TL'ye ulaşmıştır. Operasyonel giderlerinin %33 oranında artışı ve finansal giderlerdeki 576mn TL tutarındaki artış karlılık rakamlarını baskılamıştır. Şirketin 2Ç19 döneminde faaliyet karı %37 artışla iyi bir performans göstermiştir. Şirketin özellikle otomotiv alanındaki güçlü yurtdışı gelirleri ve ihracat kontratları satışların ve karlılığın artmasında çok önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca şirketin farklı sektörlerde de faaliyet göstermesi risklerden çok fazla etkilenmemesine ve iç talepteki daralmayı kısmen de olsa telafi etmiştir. Şirketin Türkiye'nin önemli ihracatçısı konumunda bulunması da artan döviz kurlarından olumlu etkilenmesini sağlamıştır. Şirketin EFK marjı 0,7 baz puanlık iyileşme ile %6,59'a yükselmiştir. 2Ç19 dönem karlılık marjları bir önceki çeyrek dönem olan 1Ç19'a göre düzelmeye kaydetmiştir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	40.332	33.084	22	40.332	34.095	18
SMM	34.308	27.835	23	34.308	29.706	-19
Brüt satış karı	6.024	5.249	15	6.024	4.389	37
Faaliyet Giderleri	3.492	2.631	33	3.492	3.039	15
Finansal Gelir/Gider	-1.315	-739	a.d.	-1.315	-1.147	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2.656	1.941	37	2.656	1.165	128
FAVÖK	3.219	3.135	3	3.219	1.994	61
Ana Ortaklık Net Kar	1.425	1.418	0	1.425	779	83

Oranlar	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	2018/12	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	14,94	15,87	-0,9	14,94	12,87	2,1
Esas Faa.Kar Marjı (%)	6,59	5,87	0,7	6,59	3,42	3,2
FAVÖK Marjı (%)	7,98	9,48	-1,5	7,98	5,85	2,1
Net Kar Marjı (%)	3,53	4,29	-0,8	3,53	2,29	1,2

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Kordsa (Kordsa, Hedef Fiyat: 17,00): Şirketin 2Ç19 dönemi ana ortaklık net karı 98mn TL olarak gerçekleşti. 2018 ikinci çeyreğinde 75mn TL net kar açıklamıştı. 1Ç2019'da şirketin net karı yıllık bazda %31, çeyrek bazda %6 artış kaydetti. Şirket'in 2019/06 dönemindeki ana ortaklık net dönem karı 191,2mn TL'ye ulaşarak yıllık %40,8 oranında artış göstermiştir. Şirketin satış gelirleri 2Ç2019'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %60 oranında artarak 1.321mn TL'ye yükselmiştir. Aynı dönemlerde satışların maliyetinin %62 oranında artış kaydetmesi brüt satış karı artışını azaltmıştır. Satışların maliyetindeki artışta enerji giderlerinin %138, hammadde maliyetinin %129 ve personel giderlerinin %84 artması etken olmuştur. Şirketin finansal giderlerinin 11,5 mn TL'lik artışı net kara olumsuz etki yapmıştır. Finansal gider artışında diğer giderlerin %246 ve faiz giderlerinin de %103 artması etken olmuştur. Esas faaliyet karı %36 oranında artış kaydederek 180mn TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK rakamı da %47 artarak 210mn TL'ye yükselmiştir. Brüt kar da 2Ç2018'e göre %51 artışla 269mn TL olmuştur. FAVÖK Marjı 2Ç2018'deki %17,35'ten %15,88'e gerilemiştir. Esas faaliyet kâr marjı da 2Ç19 döneminde 2Ç18 dönemine göre %16,05'ten %13,65'e gerilemiştir. Brüt kâr marjı %20,35 ile hafif azalış göstermiştir. Net kâr marjı da bu çeyrekte 1,6 baz puan azalışla %7,43 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin marjları 1Ç19'a ile karşılaştırıldığında hafif toparlanmalar görülmektedir. Şirketin 2018/06 döneminde 505mn TL olan ihracat tutarı, 2019'un ilk yarısında %34 oranında artarak 677,6mn TL'ye ulaşmıştır. Satış gelirlerinin %77'sinin ABD doları, %23'ünün de Euro cinsinden olması nedeniyle, Kordsa kur artışlarından olumlu etkilenmektedir. Gelecek nesil ulaşım araçlarına da kompozit malzemeler sağlayan ABD'de yerleşik kompozit malzeme üreticisi olan Axiom şirketinin %95,86'sının 178,3mn dolara satın alma işlemini Temmuz 2019'da tamamlamıştır. Yeni kompozit iş kolundaki büyümenin şirkete katacağı olumlu etki, coğrafi çeşitlik ve yüksek büyüme potansiyeli nedenleriyle, Şirketin borsa performansındaki olumlu görüntü devam edebilir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	1.321	825	60	1.321	1.265	4
SMM	1.052	648	62	1.052	1.008	-0
Brüt satış karı	269	178	51	269	257	5
Faaliyet Giderleri	108	67	62	108	103	5
Finansal Gelir/Gider	-42	-31	a.d.	-42	-42	a.d.
Esas Faaliyet Karı	180	133	36	180	181	-0
FAVÖK	210	143	47	210	198	6
Ana Ortaklık Net Kar	98	75	31	98	93	6

	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	20,35	21,53	-1,2	20,35	20,30	0,0
Esas Faa.Kar Marjı (%)	13,65	16,05	-2,4	13,65	14,30	-0,6
FAVÖK Marjı (%)	15,88	17,35	-1,5	15,88	15,62	0,3
Net Kar Marjı (%)	7,43	9,05	-1,6	7,43	7,35	0,1

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Koza Altın İşletmeleri (KOZAL, Hedef Fiyat: 87,60): Şirket 2Ç19'da 414mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştır. Net karı bir önceki yıl aynı döneme göre %16 artış göstermiştir. Şirketin 2Ç19'da satış gelirleri yıllık bazda %38 gibi yüksek bir oranda artarak 609mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2Ç19 döneminde şirketin brüt satış karı bir önceki yıla göre %41, 1Ç19'a göre ise %44 artış göstererek 410mn TL gerçekleşerek güçlü bir görüntü sergilemiştir. Altın fiyatlarının geçen yıla göre artışı, TL'nin dolar karşısında değer kaybı ve şirketin satış gelirlerinin büyük bir kısmının dolara endeksli olması, teknolojik gelişmelerin sayesinde altın üretimi verimliliğindeki artış ve maliyetlerdeki gerileme karlılığını olumlu etkilemiştir. Şirketin faaliyet giderleri %37 civarında artış göstermiş fakat şirketin maliyetlerinin büyük kısmının TL olması sebebiyle dolar artışından olumlu etkilenmiştir. 2Ç19 döneminde yıllık bazda EFK kar marjı 0,8 baz puan artışıyla 59,41, FAVÖK marjı ise 6,3 baz puan artışıyla 68,1 olarak gerçekleşmiştir. Marjlardaki olumlu görüntüye üretim performansında meydana gelen artış ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin önemli katkısı olmuştur. Güçlü nakit pozisyonu ve marjlardaki iyileşme nedeniyle şirketin BIST100 hisseleri içerisinde ön planda olmaya devam etmesini beklemekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	609	441	38	609	468	30
SMM	199	150	33	199	183	-14
Brüt satış karı	410	291	41	410	285	44
Faaliyet Giderleri	50	37	37	50	53	-5
Finansal Gelir/Gider	0	145	a.d.	0	0	a.d.
Esas Faaliyet Karı	362	258	40	362	234	55
FAVÖK	415	272	52	415	258	61
Ana Ortaklık Net Kar	414	357	16	414	320	30

Oranlar	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	67,31	66,06	1,3	67,31	60,91	6,4
Esas Faa.Kar Marjı (%)	59,41	58,63	0,8	59,41	50,00	9,4
FAVÖK Marjı (%)	68,10	61,79	6,3	68,10	55,20	12,9
Net Kar Marjı (%)	68,05	81,05	-13,0	68,05	68,29	-0,2

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Petkim Petrokimya (PETKM, Hedef Fiyat: 5,60): Şirketin 2Ç19'da net satışları %32 artış göstererek 3.108mn TL'ye ulaşmıştır. Şirketin net karı 2Ç19'da yıllık bazda %14 azalış göstererek 319mn TL olmuştur. TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi ve şirketin ağırlıklı olarak yurtdışı piyasalara satış yapması, dönem içinde düşük nafta maliyetleri ve üretilen bazı ürünlerin fiyatlarının artışı karlılığı olumlu yönde etkilemiştir. Brüt kar, maliyetlerdeki kur artışı ve hammadde fiyatlarındaki görece yüksek artışa bağlı olarak %16 oranında artarak 545mn TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri aynı dönemde %36 oranında artmıştır. Esas faaliyet karı %10 oranında artarak 434mn TL'ye ulaşmıştır. Şirketin EFK marjı 2,8 baz puanlık gerileme ile %13,95'e gerilemiştir. Şirket'in 2Ç19 FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe göre 7,1 baz puan artarak %17.3 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in net kar marjı ise, görece olarak artış göstermiş olan kur farkı giderlerine bağlı olarak artan net finansal giderleri ile çeyreklik 4,8 artarak, 2Ç19'da %10,3 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in operasyonel karlılığında bir önceki çeyreğe önemli ölçüde artış olması ve çeyreklik bazda marjlarda görülen iyileşmeleri olumlu değerlendirmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	3.108	2.353	32	3.108	2.832	10
SMM	2.563	1.881	36	2.563	2.499	-54
Brüt satış karı	545	472	16	545	334	63
Faaliyet Giderleri	92	68	36	92	117	-21
Finansal Gelir/Gider	-124	-3	a.d.	-124	-87	a.d.
Esas Faaliyet Karı	434	395	10	434	270	61
FAVÖK	536	465	15	536	288	86
Ana Ortaklık Net Kar	319	371	-14	319	154	107

Oranlar	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	17,54	20,05	-2,5	17,54	11,78	5,8
Esas Faa.Kar Marjı (%)	13,95	16,77	-2,8	13,95	9,52	4,4
FAVÖK Marjı (%)	17,25	19,77	-2,5	17,25	10,19	7,1
Net Kar Marjı (%)	10,28	15,78	-5,5	10,28	5,44	4,8

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Soda Sanayii (SODA, Hedef Fiyat: 9,00): Şirket 2Ç19'da 376mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştır. Net kar 1Ç19'a göre %10 artış azalış göstermiştir. Şirketin 2Ç19'da satış gelirleri yıllık bazda %38 oranında artarak 1.082mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2Ç19 döneminde şirketin brüt satış karı bir önceki yıla göre %39, 1Ç19'a göre ise %35 artış göstererek olumlu performans sergilemiştir. Yurtiçi Soda pazarı son yıllarda talepte daralma olmasına rağmen küresel pazarda talep her geçen gün artmaktadır. Avrupa'da özellikle gelişmekte olan bölgelerin inşaat, otomotiv ve kimya sektörlerindeki büyümeye bağlı soda külü talebi artmıştır. Çin'deki sıkı çevre kontrolleri sebebiyle üretimlerinin azalması sonucunda Asya Pasifik bölgesinde kuvvetlenen talep ve yükselen fiyatlar soda ve diğer ürünlerin satışlarını büyük ölçüde arttırmıştır. Şirketin maliyetlerinin yaklaşık %51'lik kısmı dolar cinsinden olması, lojistik ve operasyonel giderlerdeki %40'a varan artışların net karı olumsuz etkilemiştir. Şirketin 2Ç2019 döneminde FAVÖK marjında 0,3 baz puan ve Net kar marjında ise 18,6 baz puan daralma gerçekleşmiştir. Şirketin yıllık bazda faaliyet marjlarında hafif bozulma olmasına karşın çeyrek bazda artışlar görülmektedir. ABD'de yapılan yatırımlar sebebiyle de şirketin net nakit pozisyonu çeyrek bazda %15 oranında azalmıştır.

-Şirket cam sektörünün hammaddelerinden olan soda külü üretiminde ve krom kimyasalları konusunda dünyanın önemli üreticileri arasında yer almaktadır. Şirketin 2019 yılı ocak ayında devreye aldığı ve yüksek karlılık potansiyeli sunan cam elyaf yatırımı ile satış gelirlerine olumlu katkı sağlayacaktır. Satış gelirlerinin önemli kısmının yabancı para cinsinde olması ve döviz pozisyonunun yüksek olması nedeniyle TL'nin değer kayıplarından pozitif yönde etkilenmektedir. Doğalgaz fiyatlarındaki artışlar şirketin maliyetlerinde risk oluşturmaktadır. Son dönemlerde maliyetler içinde kömürün payının artırılarak doğalgaza bağımlılığın azaltılması çalışmaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç17	4Ç18	% Değ.	2017/12	2018/12	% Değ.
Net Satışlar	1.082	784	38	1.082	948	14
SMM	678	493	37	678	650	-21
Brüt satış karı	404	291	39	404	298	35
Faaliyet Giderleri	172	121	43	172	148	17
Finansal Gelir/Gider	7	90	-92	7	52	-87
Esas Faaliyet Karı	247	203	21	247	175	41
FAVÖK	281	206	36	281	200	41
Ana Ortaklık Net Kar	376	418	-10	376	285	32

Oranlar	4Ç17	4Ç18	Fark	2017/12	2018/12	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	37,30	37,07	0,2	37,30	31,46	5,8
Esas Faa.Kar Marjı (%)	22,83	25,93	-3,1	22,83	18,49	4,3
FAVÖK Marjı (%)	25,98	26,30	-0,3	25,98	21,10	4,9
Net Kar Marjı (%)	34,76	53,33	-18,6	34,76	30,05	4,7

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türk Hava Yolları (THYAO, Hedef Fiyat: 16,40): Şirket 2019 yılının 2.çeyrek döneminde 133mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştır. 2018 yılı aynı döneme göre ana ortaklık net karı yıllık bazda %70 oranında azalış göstermiştir. Bu azalışa sebep olarak iç talepteki daralma, küresel ticaretteki yavaşlama ve şirketin operasyonlarının ağırlıklı olarak İstanbul Havalimanına kaydırması sonucu oluşan maliyetler olarak gösterilebilir. Şirketin 2Ç19'da satış gelirleri %35 artış göstererek 18.668mn seviyelerine gelmiştir. Öte yandan şirketin yıllık bazda brüt satış karı %14 oranında azalış göstermiştir. Buna sebep olarak döviz kurundaki artışların yakıt maliyetlerini arttırması, İstanbul Havalimanı'nın beklenmedik şekilde maliyetler oluşturması ve özellikle THY'nin sipariş ettiği Airbus uçaklarının zamanında teslim edilememesi gösterilebilir. Şirketin operasyonel giderleri yıllık bazda %40 oranında artmış, maliyetler ise bir önceki yıla göre 48% artış göstermiştir. Şirketin taşınma giderinin 10 milyon dolar civarında olduğu tahmin edilmiştir. Bunlara bağlı olarak şirketin esas faaliyet karı %92 oranında azalmıştır. Net kar marjı bir önceki yıla göre 2,5 baz puan, FAVÖK marjı ise 4,5baz puan civarında azalış göstermiştir. Şirketin marjlarında bozulma olmasına karşın, TL'nin dolar karşısında değer kaybı nedeniyle Türkiye'ye gelen yolcu sayısını olumlu etkilemiş ve net satış rakamlarına olumlu yansımıştır. 2020 yılında yeni havalimanında 3. pistin tamamlanması, İstanbul Havalimanının metro çalışmasının sona ermesi, filonun büyümesi ve alışma sürecinin de bitmesi ile operasyonel gelirlerinin artabileceğini düşünmekteyiz. Türk Hava Yolları'nın 3.pist projesinin hava alanına ulaşımı hızlandırması ile yolcu kapasitesinde %30 düzeylerinde artış görülebilir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	18.668	13.843	35	18.668	14.848	26
SMM	16.170	10.943	48	16.170	13.433	-51
Brüt satış karı	2.498	2.900	-14	2.498	1.415	77
Faaliyet Giderleri	2.456	1.754	40	2.456	2.508	-2
Finansal Gelir/Gider	-460	-624	a.d.	-460	-661	a.d.
Esas Faaliyet Karı	74	925	-92	74	-809	57
FAVÖK	2.254	2.310	-2	2.254	830	172
Ana Ortaklık Net Kar	133	441	-70	133	-1.253	a.d.

Oranlar	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	36,64	48,15	-7,6	13,38	9,53	3,9
Esas Faa.Kar Marjı (%)	0,40	6,68	-6,3	0,40	-5,45	a.d.
FAVÖK Marjı (%)	12,07	16,69	-4,6	12,07	5,59	6,5
Net Kar Marjı (%)	0,71	3,19	-2,5	0,71	-8,44	a.d.

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tofaş Türk Otomobil (TOASO, Hedef Fiyat: 29,60): Şirketin 2Ç19'da net satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %5 oranında artarak 5.289mn TL olmuştur. Şirket 2019 yılı 2. çeyreğinde 408mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştır. Net kar 1Ç19'a göre %26 artış göstererek olumlu bir görüntü sergilemiştir. Bu artışta ise ağırlıklı olarak yurtdışına satış yapan Tofaş'ın EURO/TL kurunun artması ve senenin ilk yarısında uygulanan teşviklerin binek araç tarafında fiyat avantajı sunması etkili olmuştur. Şirket İç piyasada özellikle hafif araç pazar payını iki katına çıkararak pazar liderliğini korumuştur. Şirketin maliyet düşürücü önlemler alması ve zayıflayan TL sonucunda maliyetlerde düşüş yaşanmış ve brüt kar %4 oranında artış göstererek 672mn TL'ye yükselmiştir. Operasyonel giderlerinin %3 oranında azalması ve finansal giderlerin 29mn TL tutarında azalması net kara destek vermiştir. Şirketin 2Ç2019 döneminde faaliyet karı %21 artışla olumlu performans göstermiştir. Aynı dönemde şirketin EFK marjı 1,2 baz puanlık iyileşme ile %8,75'e yükselmiştir. Net kar marjı ise 0,4 puanlık hafif iyileşme ile %7,72 olmuştur. Şirket 2Ç19 sonunda net karını 2Ç18'e göre %11 arttırarak 408mn TL olarak açıklamıştır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	2Ç18	% Değ.	2Ç19	1Ç19	% Değ.
Net Satışlar	5.289	5.050	5	5.289	3.981	33
SMM	4.617	4.403	5	4.617	3.399	17
Brüt satış karı	672	647	4	672	582	15
Faaliyet Giderleri	188	193	-3	188	190	-1
Finansal Gelir/Gider	-48	-19	a.d.	-48	-46	a.d.
Esas Faaliyet Karı	463	381	21	463	367	26
FAVÖK	637	646	-1	637	609	5
Ana Ortaklık Net Kar	408	368	11	408	325	26

Oranlar	2Ç19	2Ç18	Fark	2Ç19	1Ç19	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	12,70	12,81	-0,1	12,70	14,62	-1,9
Esas Faa.Kar Marjı (%)	8,75	7,54	1,2	8,75	9,21	-0,5
FAVÖK Marjı (%)	12,04	12,79	-0,8	12,04	15,29	-3,3
Net Kar Marjı (%)	7,72	7,29	0,4	7,72	8,16	-0,4

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Vakıflar Bankası (VAKBN, Hedef Fiyat: 6,80): Banka'nın 2019 yılının ikinci çeyreğindeki net dönem karı bir önceki çeyreğe göre %44 oranında gerileme ile 368mn TL olmuştur. Net kar rakamı yıllık bazda ise %66 oranında azalmıştır. Vakıfbank'ın 2019/06 net dönem karı da bir önceki yılın aynı dönemine göre %52,1 oranında gerileme 1.019mn TL olarak gerçekleşmiştir. Net faiz gelirleri çeyreksel bazda %18,1 oranında yükselmiş ve 2.770mn TL olmuştur. Bankanın 2Ç19 döneminde swap maliyetlerinin çok yükselmesi karlılığını olumsuz etkileyen en önemli faktör olmuştur. Banka'nın 2Ç19 döneminde kredileri çeyreksel bazda %1,7 oranında artarak 262.423mn TL olmuştur. Aynı dönemlerde mevduat rakamı ise %8,2 oranında artarak 214.295mn TL'ye yükselmiştir. Banka'nın sermaye yeterlilik rasyosu 2Ç19 döneminde 176 baz puan yükselerek %17,01 olarak gerçekleşmiştir.

VAKBN (mn TL)	1Ç2019	2Ç2019	% Değişim
Aktif	363.224	380.525	4,8
Krediler	258.126	262.423	1,7
Mevduat	198.124	214.295	8,2
Özsermaye	28.615	29.275	2,3
Net Faiz Geliri	2.345	2.770	18,1
Net Kar	651	368	-43,6
Sermaye Yeterlilik Oranı	15,25	17,01	

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yapı Kredi Bankası (YKBNK, Hedef Fiyat: 3,50): Yapı Kredi Bankası'nın 2019 yılının ikinci çeyreğindeki net dönem karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,8 oranında azalış ile 1.120mn TL olmuştur. Banka'nın net karı çeyrek bazda ise %9,8 oranında daralmıştır. Yapı Kredi Bankası'nın 2019/06 dönem karı 2,361 milyon TL ile geçen yıla göre %4,5 azalmıştır. 2Ç19'da TL kredi büyümesi ile kredi mevduat faiz makasındaki iyileşme 2Ç19'da öne çıkan faktörler olmuştur. Banka'nın net faiz gelirleri, kredi mevduat faiz makasındaki iyileşmenin etkisiyle çeyrek bazda %15,3 artış kaydetmiştir. 2Ç19 kredileri, TL kredilerde yaşanan büyümenin etkisiyle çeyrek bazda %1,1 oranında yükselerek 238.254mn TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde toplam mevduatlar ise %2,0 oranında artmış ve 217.578mn TL'ye yükselmiştir. Banka'nın sermaye yeterlilik rasyosu 2Ç19 döneminde 54 baz puan yükselerek %16,72 olarak gerçekleşmiştir.

YKBNK (mn TL)	1Ç2019	2Ç2019	% Değişim
Aktif	368.999	384.656	4,2
Krediler	235.598	238.254	1,1
Mevduat	213.212	217.578	2,0
Özsermaye	39.070	40.505	3,7
Net Faiz Geliri	3.356	3.869	15,3
Net Kar	1.241	1.120	-9,8
Sermaye Yeterlilik Oranı	16,18	16,72	

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 Kat:5 Daire 9-10 Taksim/İstanbul
Tel: 0212 293 95 00 Faks: 0212 293 95 60

Şişli Şubesi

Halaskargazi Cad. No:111 D:4 Kat:1 Şişli/İstanbul
Tel: 0212 395 32 33 Faks: 0212 230 81 15

Balıkesir İrtibat Bürosu

Eski Kuyumcular Mahallesi, Mekik Sokak, Korkmaz İş Hanı No: 18 Balıkesir
Tel: 0266 245 91 21 Faks: 0266 245 23 34

Sevgül DÜZGÜN
Araştırma Müdürü
212 3953213

sevgul.duzgun@piramitmenkul.com.tr

UYARI: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.