

MODEL PORTFÖY 3Ç21

29.11.2021

Piramit Menkul Kıymetler model portföyünde **ALARK, ALGYO, ARDYZ, BIMAS, CEMTS, EREGL, ISCTR, ORGE, PETKM, SAHOL, SISE, THYAO** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde piyasa değerleri F/K, PD/DD ve piyasa değeri verileri 26 Kasım 2021 tarihine göre belirlenmiştir.

Kod	26.11.2021 Kapanış	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
ALARK	11,10	4,65	1,75	4.829	18,46	29,22	78,08
ALGYO	26,94	4,88	0,86	1.735	19,10	33,63	53,63
ARDYZ	55,00	9,82	4,85	1.313	22,82	7,95	52,52
BIMAS	69,10	13,45	6,25	41.958	14,64	-3,20	7,33
CEMTS	16,25	7,54	2,21	1.641	14,84	20,55	4,28
EREG	22,48	6,21	1,51	78.680	12,40	22,17	115,42
ISCTR	6,70	3,48	0,40	30.150	22,49	19,64	1,54
ORGE	6,35	6,62	1,72	508	8,36	1,28	34,04
PETKM	7,58	4,19	1,68	19.211	16,62	24,67	83,54
SAHOL	13,00	3,41	0,59	26.525	18,61	26,34	31,82
SISE	11,94	7,55	1,35	36.575	36,46	35,37	73,41
THYAO	16,99	4,01	0,41	23.446	15,58	32,84	39,26

- 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Alarko Holding A.Ş. (ALARK): Şirket'in 3Ç21 dönemi net kârı yıllık bazda %136, bir önceki döneme göre %247 artarak 352,1mn TL'ye yükseldi. Hâsılat; yıllık %105 ve çeyreklik %44 artış kaydederek 625,8mn TL seviyesinde gerçekleşti. Satışlarındaki olumlu performansın tamamına yakını yurt dışı satış gelirlerinin yıllık bazda %406'lık artışından kaynaklanmaktadır. Satılan malın maliyeti 3Ç20 dönemine göre %164 ve bir önceki döneme göre %22 oranında yükselerek 452,6mn TL oldu. FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %32 artarak 150mn TL oldu. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar kalemi önceki çeyrekte 23mn TL iken cari dönemde 227,1mn TL'ye yükselmiştir. Gelir tablosu geneline baktığımızda; öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar kalemindeki güçlü artış cari dönem net kârının temelini oluşturmaktadır. Bununla birlikte yurt dışı satışlardaki artış net kârı desteklemektedir. Kâr marjlarını incelediğimizde, yıllık bazda belirgin gerileme görülse de makul seviyelerinin üzerinde seyretmektedir. Likidite oranları makul seviyelerindeki görünümünü korumuştur. Şirket çarpan analizine göre incelendiğinde piyasa değerine göre yüksek net kâr üretmektedir. Bu bağlamda piyasa değerinin özsermayesine oranı sektörün üzerindedir. 3Ç21 dönemi finansallarını olumlu değerlendirdiğimiz şirketin yukarı yönlü potansiyele sahip olduğunu düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	626	435	44%	626	305	105%
SMM	453	371	22%	453	171	164%
Brüt satış kârı	173	64	169%	173	134	30%
Faaliyet Giderleri	36	41	-13%	36	30	17%
Finansal Gelir/Gider	-5	-7	a.d.	-5	-12	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	161	88	83%	161	216	-25%
FAVÖK	150	35	327%	150	113	32%
Ana Ortaklık Net Kâr	352	102	247%	352	149	136%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kâr Marjı	27,7%	14,8%	12,9	27,7%	43,8%	-16,2
EFK Marjı	25,7%	20,2%	5,5	25,7%	70,7%	-45,0
FAVÖK Marjı	24,0%	8,1%	15,9	24,0%	37,1%	-13,2
Net Kâr Marjı	56,3%	23,3%	33,0	56,3%	48,9%	7,4

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ALGYO): Şirketin 3Ç21 dönemine ilişkin net kârı önceki yılın aynı dönemine göre %27 azalırken, çeyreklik bazda %45’lik artış ile 81,9mn TL oldu. Satışların tamamı kira gelirlerinden kaynaklanırken, net satışlar yıllık %417 ve bir önceki çeyreklik döneme göre %670’lik güçlü artış ile 61,9mn TL’ye yükselmiştir. Satılan malın maliyeti kaleminde ise sınır düşüş olduğu gözlenmiştir. Bu durumun etkisi ile brüt satış kârı yıllık bazda 11,5mn TL’den 61,5mn TL’ye yükselmiştir. FAVÖK yıllık bazda %474 oranında artış göstererek 60,4mn TL oldu. Finansal gelir/gider dengesindeki stabil görünümünden kaynaklı esas faaliyet kârı doğrudan dönem net kârına yansımıştır. Nakit ve nakit benzerleri USD cinsi vadeli döviz mevduatlarındaki artıştan kaynaklı olarak bir önceki çeyreğe göre 67,1mn TL’den 89,3mn TL’ye yükselmiştir. Bilançonun yükümlülük tarafını incelediğimizde dikkate değer gelişme olarak ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardaki artışı görmekteyiz. Şirketin yabancı para net varlık pozisyonu USD cinsi varlıklarındaki sınırlı artışın etkisi ile 814,5mn TL’den 846mn TL yükseldi. Çarpan analizine göre şirket sektör ortalamasına kıyasla iskontolu fiyatlanmaktadır. Piyasa değerine göre sektörün oldukça üzerinde net kâr üreten şirket defter değerinin altında fiyatlanmaktadır. 3Ç21 dönemi bilanço performansını beğendiğimiz şirkettin yükseliş potansiyeli taşıdığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	62	8	669%	62	12	417%
SMM	0	0	0%	0	0	-19%
Brüt satış kârı	62	8	702%	62	12	435%
Faaliyet Giderleri	1	1	6%	1	1	12%
Finansal Gelir/Gider	-0	-0	a.d.	-0	-0	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	82	57	45%	82	111	-26%
FAVÖK	60	7	811%	60	11	474%
Ana Ortaklık Net Kâr	82	56	45%	82	111	-27%

- 3 -

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kâr Marjı	99,4%	95,3%	4,1	99,4%	96,1%	3,3
EFK Marjı	132,4%	702,6%	-570,2	132,4%	929,7%	-797,2
FAVÖK Marjı	97,6%	82,5%	15,2	97,6%	87,9%	9,7
Net Kâr Marjı	132,3%	701,1%	-568,8	132,3%	931,0%	-798,8

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. (ARDYZ): Şirket 3Ç21’de bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %270,5 artışla 38,52mn TL kâr açıkladı. Ana ortaklık net kârı bir önceki çeyreğe göre ise %4,3 azalış gösterdi. Yıllık bazda kârlılıktaki artışta net satışlarda yaşanan %340,2’lik artış ana etken olarak öne çıkarken, çeyreklik bazda ise maliyetlerdeki %554’lük artış kârlılığı baskılayan faktör oldu. Bir önceki çeyreğe göre net satışlardaki artış ise %2,6 ile sınırlı kaldı. 3Ç20 ve 3Ç21 dönemlerinde SMM/Ciro oranı paralel seyrederken net satışlarda gerçekleşen %340’lık artış şirketin brüt kârına olumlu yansımıştır. Brüt kâr 3Ç20’de 13,32mn TL’den 3Ç21’de 53,99mn TL’ye yükselerek %305,5 artış göstermiştir. Brüt kârdaki artışa karşın Ar-Ge giderlerinin 1,4mn TL’den (3Ç20) 12,6mn TL’ye (3Ç21) yükselmesi esas faaliyet kârını (EFK) baskılasa da EFK %226,7 artmıştır. Şirket 3Ç21 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %234 artışla 42,4mn TL FAVÖK elde etmiştir. Finansman gelirleri 3Ç21 döneminde yıllık bazda yaklaşık 1mn TL artış gerçekleştirmişken finansman giderlerinde ise yaklaşık 1,25mn TL azalış yaşanmıştır. Çeyreklik bazda ise 2Ç21 döneminde 348.087 TL net finansal gider elde edilmişken, 3Ç21 döneminde net finansman geliri 889.661 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 3Ç21 döneminde çeyreklik bazda net nakit pozisyonunda kayda değer bir değişim gerçekleşmezken yıllık bazda net nakit pozisyonundaki artış yaklaşık 40mn TL olarak gerçekleşmiştir. Ar-Ge giderlerinde artışa bağlı olarak net borç pozisyonunda yıllık ve çeyreklik bazda sırasıyla %585 ve %16,36 artışlar yaşanmıştır. Büyük ölçüde Proje Yazılım Hizmet Giderleri’nden oluşan 12,6mn TL’lik Ar-Ge giderinin gelecek dönemlerde kârlılığa pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz. Hisse fiyatı bilişim sektörü ortalamaları ile karşılaştırıldığında sektöre göre oldukça iskontolu fiyatlandığını görmekteyiz. 3Ç21 finansallarını değerlendirdiğimizde; bir önceki yılın aynı dönemine göre net satışlar ve finansman gelirlerindeki artışı pozitif değerlendirirken; bir önceki çeyreğe kıyasla; “Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri” bağlamında maliyetlerde oluşan dramatik artışın (%554) finansallarda çeyreklik bazda görece bozulmaya neden olduğunu düşünüyoruz. Genel anlamda 3Ç21 finansallarını pozitif değerlendiriyor, hisse fiyatlaması üzerinde olumlu etkileri olacağını öngörüyoruz.

- 4 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	72	71	3%	72	16	340%
SMM	18	3	554%	18	3	487%
Brüt satış kârı	54	68	-20%	54	13	305%
Faaliyet Giderleri	15	27	-46%	15	3	430%
Finansal Gelir/Gider	1	-0	a.d.	1	-1	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	38	40	-7%	38	11	227%
FAVÖK	42	44	-3%	42	13	234%
Ana Ortaklık Net Kâr	39	40	-4%	39	10	271%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	74,5%	96,0%	-21,5	74,5%	80,9%	-6,4
EFK Marjı	51,8%	57,1%	-5,3	51,8%	69,8%	-18,0
FAVÖK Marjı	58,5%	61,8%	-3,3	58,5%	77,1%	-18,6
Net Kâr Marjı	53,1%	57,0%	-3,8	53,1%	63,1%	-10,0

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS): Şirket 3Ç21 döneminde 884mn TL ile piyasa beklentisinin üzerinde net kâr açıkladı. Net satışları yıllık %29, çeyreklik %2 artışla 17,5mlr TL oldu. Enflasyona bağlı olarak değişkenlik gösteren fiyatlar dikkate alındığında hâsılatın maliyete paralel artması ve oransal olarak maliyetin üzerinde olması makuldür. Faaliyet giderleri, pazarlama giderlerinin de etkisiyle %34 ile oransal bazda hâsılatın üzerinde artarak kârlılığı baskılayan bir unsur olmuştur. Esas faaliyet kârında çeyreklik bazda değişim görülmezken yıllık bazda %23 artış görülmüştür. FAVÖK yıllık bazda %24 artarak 1,51mlr TL oldu. Finansman net gideri, kambiyo kârındaki düşüşün etkisiyle yıllık bazda -75,3mn TL'den -177,7mn TL'ye yükselerek dönem net kârını baskılayan diğer bir unsur olmuştur. Faaliyet giderlerindeki artışın da etkisiyle EFK marjı 0,27 puan azalarak %6,3'e gerilemiştir. Bunun yanı sıra yatırım gelirlerinin artması ve vergi giderinin düşmesi ile net kâr marjı 0,2 puan artarak %5,1 oldu. Şirketin net borç pozisyonu önceki çeyreğe göre 4,4mlr TL'den 3,7mlr TL'ye inmiş olup yabancı para net varlık pozisyonu USD cinsi varlıklardaki düşüş ile 582,1mn TL'den 371,9mn TL'ye gerilemiştir. Genel olarak 3Ç21 finansallarını değerlendirdiğimizde; hâsılat artışının oransal olarak maliyetlerin arkasında kalmaması, yatırım geliri artışı ve net kârın beklenti üzeri gerçekleşmesi olumludur. Yabancı para varlığının gerilemesi ve bu bağlamda finansal net giderlerdeki artış dikkat çekmektedir. Şirket çarpan analizine göre sektör ortalamasının altında fiyatlanmaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	17.457	17.163	2%	17.457	13.560	29%
SMM	14.175	13.940	2%	14.175	11.049	28%
Brüt satış kârı	3.282	3.223	2%	3.282	2.511	31%
Faaliyet Giderleri	2.220	2.156	3%	2.220	1.653	34%
Finansal Gelir/Gider	-178	-159	a.d.	-178	-75	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	1.095	1.098	0%	1.095	888	23%
FAVÖK	1.510	1.516	0%	1.510	1.217	24%
Ana Ortaklık Net Kâr	884	725	22%	884	654	35%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	18,8%	18,8%	0,0	18,8%	18,5%	0,3
EFK Marjı	6,3%	6,4%	-0,1	6,3%	6,5%	-0,3
FAVÖK Marjı	8,6%	8,8%	-0,2	8,6%	9,0%	-0,3
Net Kâr Marjı	5,1%	4,2%	0,8	5,1%	4,8%	0,2

Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CEMŞİT): Şirket'in 3Ç21 dönemi net kârı yıllık bazda %56, çeyreklik bazda %35 artarak 77,2mn TL seviyesine yükselmiştir. Cari dönem net kârının temel nedeni olan hâsılat; yıllık %117, çeyreklik %31 artış kaydederek 410,4mn TL oldu. Hâsılatı önceki yılın aynı dönemine göre kıyasladığımızda, yurt içi satış gelirlerinin %111, yurt dışı satış gelirlerinin %128 artmış olduğunu görmekteyiz. Şirketin 2021/09 dönemi satışları miktar bazında incelendiğinde 117.259 ton hadde ürünü ve 70 ton kütük olmak üzere toplam 117.329 ton ile yıllık bazda %16 arttığı görülmektedir. Maliyetler 3Ç20 dönemine göre %97'lik artış ile 297,5mn TL oldu. FAVÖK yıllık bazda %261 oranında artarak 104,6mn TL oldu. Gelir tablosu geneline baktığımızda, dönem net kârının satış gelirlerindeki belirgin artıştan destek bulunduğunu görmekteyiz. Kâr marjlarını önceki yılın aynı dönemine göre kıyasladığımızda operasyonel performanstaki artışı net faaliyet kâr marjının 11,6 puan artarak %23,9'a yükselmesinden teyit ediyoruz. Şirketin dönen varlıklarına kıyasla toplam yükümlülüklerin düşük seyretmeye devam etmesiyle likidite oranları makul seviyelerin üzerindeki görünümünü korumuştur. Şirketin 3Ç21 döneminde net yabancı para pozisyonu EUR cinsi varlıklarının artmasından kaynaklı olarak 143,4mn TL'den 205,7mn TL yükselmiştir. 3Ç21 döneminde güçlü bilanço performansını sürdüren şirket, çarpan analizine göre sektöre kıyasla bir miktar yüksek fiyatlanmaktadır. Genel değerlendirme kapsamında şirketin yükseliş potansiyeline sahip olduğunu düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	410	313	31%	410	189	117%
SMM	297	225	32%	297	151	97%
Brüt satış kârı	113	88	29%	113	38	199%
Faaliyet Giderleri	15	21	-30%	15	15	3%
Finansal Gelir/Gider	-0	-0	a.d.	-0	-1	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	99	79	25%	99	36	178%
FAVÖK	105	73	44%	105	29	261%
Ana Ortaklık Net Kâr	77	57	35%	77	50	56%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	27,5%	28,1%	-0,6	27,5%	20,0%	7,5
EFK Marjı	24,2%	25,3%	-1,1	24,2%	18,9%	5,3
FAVÖK Marjı	25,5%	23,3%	2,2	25,5%	15,3%	10,2
Net Kâr Marjı	18,8%	18,2%	0,6	18,8%	26,2%	-7,4

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (EREGL): Şirket'in 3Ç21 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %760, çeyreklik %57 oranında artışla 5mlr TL ile piyasa beklentisini aşmıştır. Şirket'in net satışları yıllık bazda %124 artış ile 18,26mlr TL'ye yükseldi. Satışların maliyeti yıllık %64 artarak 11.03mlr TL'ye yükselmesine rağmen net satışların altında seyretmiştir. Yılın ilk dokuz ayında satış gelirlerinde görülen artış dikkat çekmektedir. 2021/09 döneminde yurt içi brüt satış geliri %100 artarak 13,42mlr TL olurken yurt dışı brüt satış geliri %227 artarak 4,16mlr TL olmuştur. 2021/09 dönemi brüt satışların %24'ünü ihracat gelirleri oluşturmaktadır. Yılın ilk dokuz ayına ilişkin satışların adet bazında incelendiğinde yıllık %5 oranında artmıştır. Aynı dönemde üretim yıllık %6 artmıştır. İlk madde ve malzeme giderlerindeki artış maliyetlerin artmasına sebep olmuştur. Maliyetlerin sınırlı artması kârlılığı desteklemiş olup brüt kâr geçen yılın aynı dönemine göre %408 artmıştır. Net faaliyet kârı, faaliyet giderlerindeki sınırlı artışın olumlu yansımalarıyla yıllık %464 artmıştır. Esas faaliyet kârı (EFK) bir önceki yılın aynı dönemine göre %379 oranında artarak 6,99mlr TL oldu. Finansal gelir/gider dengesi -44,5mn TL'den 55,7mn TL'ye yükselerek pozitifte dönmüştür. EFK marjı geçen yılın aynı dönemine göre 20,4 puan artarak %38,3'e, FAVÖK marjı 20,5 puan artarak %40,6 yükseldi. Şirketin net borç pozisyonu 948,4mn TL'den 1,84mlr TL'ye yükselmiştir. Ancak nakit pozisyonu güçlüdür ve likidite oranları makul seviyelerin üzerindedir. Genel olarak şirketin 3Ç21 finansallarını değerlendirdiğimizde; Maliyetler ile faaliyet giderlerinin sınırlı kalmasına karşın satış gelirlerindeki artış net olumlu kârı etkileyen ana unsur olarak dikkat çekmektedir. Sürdürülen faaliyetler vergi gideri kaleminde dönem vergi giderindeki artış kârlılığı baskılamıştır. Kâr marjları dikkate alındığında süreklilik arz eden güçlü görünüm devam etmektedir. Şirket çarpan analizine göre sektör ortalamasının hafifçe altında fiyatlanmaktadır.

- 7 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	18.263	14.333	27%	18.263	8.153	124%
SMM	11.029	8.950	23%	11.029	6.728	64%
Brüt satış kârı	7.234	5.383	34%	7.234	1.425	408%
Faaliyet Giderleri	251	246	2%	251	187	35%
Finansal Gelir/Gider	56	135	-59%	56	-45	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	6.986	5.147	36%	6.986	1.459	379%
FAVÖK	7.418	5.617	32%	7.418	1.638	353%
Ana Ortaklık Net Kâr	5.003	3.183	57%	5.003	582	760%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	39,6%	37,6%	2,1	39,6%	17,5%	22,1
EFK Marjı	38,3%	35,9%	2,3	38,3%	17,9%	20,4
FAVÖK Marjı	40,6%	39,2%	1,4	40,6%	20,1%	20,5
Net Kâr Marjı	27,4%	22,2%	5,2	27,4%	7,1%	20,3

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türkiye İş Bankası A.Ş. (ISCTR): Bankanın konsolide olmayan finansallarına göre 3Ç21 dönemi net kârı önceki yılın aynı dönemine göre %40 artışla 2.999mn TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Net ücret ve komisyon gelirleri yıllık %33 artışla 1.986mn TL olmuştur. Net faiz geliri 3Ç21 döneminde %5 artarak 7.200m TL seviyesine yükselmiştir. Banka cari dönemde 5.717mn TL'lik kısmı beklenen kredi zararı karşılıkları olmak üzere toplam 6.571mn TL ile önceki döneme kıyasla %36 daha az karşılık ayırmıştır. Bankanın 2021/09 itibarıyla toplam kredileri bir önceki çeyreğe göre %13 artarak 411,78mlr TL olmuştur. Kredilerin 258,48mlr TL kısmı Türk Lirası, 153,30mlr TL kısmı yabancı para cinsi kredilerden oluşmaktadır. Toplam aktifleri %17 artarak 700,23mlr TL olmuştur. Mevduatlar önceki çeyreğe göre %18 artışla 2021/09 itibarıyla 440,13mlr TL seviyesine yükselmiştir. Türk Lirası cinsi mevduatlar %25 artarak 168,03mlr TL olurken yabancı para cinsi mevduatlar %16 artışla 272,09mlr TL olmuştur. Mevduatların kredilerden bir miktar daha hızlı büyümesi dolayısıyla kredi mevduat oranı %99,1'den %93,6'ya gerilemiştir. Bankanın takipteki kredi oranı Kayıttan düşülen alacaklar ve takipteki krediler alacaklarından oluşan portföy satışı sonrasında cari dönemde %4,82'ye düşmüştür. 2021/09 dönemi özsermaye kârlılığı bir önceki yılın aynı dönemine göre artmış olup, aktif kârlılığı yatay seyretmektedir. Konsolide finansallarına göre sermaye yeterlilik oranı %15,88 seviyesine gerilemiştir. Çarpan analizine göre kamu bankaları hariç olmak üzere defter değerine göre piyasa değeri en düşük banka konumundadır.

Özet Finansallar Solo (mn TL)	3Ç21	3Ç20	Fark
Aktifler	700.232	597.182	17%
Krediler	411.778	364.285	13%
Mevduat	440.125	372.454	18%
Net faiz geliri	7.200	6.855	5%
Net kâr/zarar	2.999	2.149	40%
Özsermaye	74.771	64.747	15%

Oranlar (%)	3Ç21	3Ç20	Fark (Puan)
Özsermaye Kârlılığı	10,10	8,69	1,42
Net Faiz Marjı	1,09	1,00	0,08
Takipteki krediler Oranı	0,04	0,05	-0,01
Sermaye Yeterlilik Oranı	4,82	5,25	-0,42

Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş. (ORGE): Şirket 3Ç21 döneminde yıllık %92, çeyreklik %67 artışla 29mn TL net kâr açıklamıştır. Şirketin net satışları taahhüt satış gelirlerindeki yaklaşık 32mn TL'lik artış ile yıllık %84, çeyreklik %8 artışla 83mn TL tutarında gerçekleşmiştir. Satılan malın maliyeti çeyreklik bazda %12 azalırken yıllık bazda %59'lık artış kaydederek 43mn TL'ye ulaşmış olup, çeyreklik bazda maliyetlerdeki azalış ve yıllık bazda maliyetlerdeki artışın oransal olarak net satışlardaki artışın altında kalması olumludur. Faaliyet giderlerindeki düşüşün etkisi ile net faaliyet kârı yıllık bazda %150 oranında yükselerek 37,54mn TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyet kârı ise %146 oranında artış ile 38,44mn TL olmuştur. Finansman net gelir gider dengesinde pozitiften negatife dönüş ve sürdürülen faaliyetler vergi giderindeki artış karlılığı sınırlı da olsa baskılayan faktörler olmuştur. Kâr marjları incelendiğinde; özellikle çeyreklik bazda güçlü yükselişler görmekteyiz. 3Ç21 döneminde net kâr marjı %34,7 EFK marjı %46,6, FAVÖK marjı %45,9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket düşük net borç pozisyonu ve 7,8mn TL döviz fazlası ile olası kur riskine karşı güçlü pozisyonadadır. Operasyonel tarafta yaşanan olumlu performans bilanço rakamlarına pozitif yansımıştır. 3Ç21 dönemi finansallarını oldukça pozitif değerlendirmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	83	76	8%	83	45	84%
SMM	43	49	-12%	43	27	59%
Brüt satış kârı	39	27	46%	39	18	124%
Faaliyet Giderleri	2	2	-29%	2	2	-31%
Finansal Gelir/Gider	-2	2	a.d.	-2	3	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	38	23	70%	38	16	146%
FAVÖK	38	25	52%	38	15	148%
Ana Ortaklık Net Kâr	29	17	67%	29	15	92%

- 9 -

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	47,6%	35,3%	12,2	47,6%	39,2%	8,4
EFK Marjı	46,6%	29,6%	16,9	46,6%	34,9%	11,7
FAVÖK Marjı	45,9%	32,7%	13,2	45,9%	34,1%	11,8
Net Kâr Marjı	34,7%	22,5%	12,2	34,7%	33,3%	1,5

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Petkim Petrokimya Holding A.Ş. (PETKM): Şirket'in 3Ç21 mali dönemi ana ortaklık net kârı yıllık bazda %486 artarak 981,2mn TL'de bulunan piyasa beklentisini aştı ve 1,7mlr TL olarak gerçekleşti. Hâsılatın yıllık bazda %122 artarak 6,73mlr TL olması ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin 8,5mn TL'den 505,3mn TL'ye yükselmesi cari dönem ana ortaklık net kâr artışının temel nedenlerini ortaya koymaktadır. Maliyetler 3Ç20 dönemine göre %112 artış kaydederken bir önceki çeyreğe göre %2 azalarak 5,38mlr TL oldu. Maliyetlerin yıllık bazda kaydettiği artışın satışlardaki yükselişin altında kalmasıyla brüt kâr %169 artmıştır. Faaliyet giderlerindeki sınırlı artış kârlılığa olumlu yansımış ve net faaliyet kârı (NFK) yıllık %206 oranında artarak 1,19mlr TL'ye ulaşmıştır. Finansal net giderlerin 117mn TL'den 59mn TL'ye gerilemesinin de etkisiyle, yıllık bazda 16 puan, çeyreksel bazda 7 puan artarak %25 seviyesinde gerçekleşen net kâr marjı operasyonel performansı teyit etmiştir. Nafta alımlarından kaynaklı bankalara olan akreditif ve murabaha kredisi borçlarının azalması ile şirketin borç kompozisyonunun vadesi uzamıştır. Bununla beraber stokların 2020 yıl sonuna kıyasla 958mn TL'den 1,98mlr TL'ye yükselmesi petrol fiyatlarının mevcut seyri göz önünde bulundurulduğunda olumludur. Likidite oranları güçlü işletme sermayesini işaret etmektedir. Mevcut bilanço performansı ile çarpan analizi ışığında şirketin piyasa fiyatlamasının sektörün altında olduğunu düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	6.735	7.397	-9%	6.735	3.038	122%
SMM	5.383	5.513	-2%	5.383	2.536	112%
Brüt satış kârı	1.352	1.884	-28%	1.352	502	169%
Faaliyet Giderleri	164	146	12%	164	114	44%
Finansal Gelir/Gider	-59	-54	a.d.	-59	-117	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	1.183	1.774	-33%	1.183	476	148%
FAVÖK	1.335	1.869	-29%	1.335	500	167%
Ana Ortaklık Net Kâr	1.702	1.336	27%	1.702	291	486%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	20,1%	25,5%	-5,4	20,1%	16,5%	3,5
EFK Marjı	17,6%	24,0%	-6,4	17,6%	15,7%	1,9
FAVÖK Marjı	19,8%	25,3%	-5,4	19,8%	16,5%	3,4
Net Kâr Marjı	25,3%	18,1%	7,2	25,3%	9,6%	15,7

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL): Şirket'in 3Ç21 dönemi net kârı yıllık bazda %111 artışla 3,39mlr TL'ye ulaşarak 2,09mlr TL piyasa beklentisinin oldukça üzerinde açıklandı. Net kâr 3Ç20 döneminde 1,61mlr TL olarak gerçekleşmişti. Grubun toplam hâsılatı yıllık %53, çeyreklik bazda ise %24 oranında artış ile 23,37mlr TL'ye yükselmiş, ticari faaliyetler ve finans sektörü maliyetlerindeki artış ise hasılatındaki artışa paralel gerçekleşmiştir. Dolayısıyla brüt kâr yıllık bazda %52, çeyreklik bazda ise %26 artış göstermiştir. Faaliyet giderleri ise yıllık %40 oranında artarak 3,84mlr TL olmuştur. Bir önceki çeyreğe göre esas faaliyet kârı %30, önceki yılın aynı dönemine göre ise %62 ile net faaliyet kârına paralel artmıştır. Kârlılık oranlarını 3Ç20'yi baz alarak incelediğimizde net kâr marjındaki 3,9 puanlık artış haricinde marjlarda sınırlı iyileşme ile güçlü seyrin korunduğunu görüyoruz. Şirket'in yabancı para net varlık pozisyonu Euro ve USD cinsi varlıkların TL karşılığındaki artışından dolayı 6,32mlr TL'den 10,63mlr TL'ye yükselmiştir. Piyasa çarpan analizine göre sektör ortalamalarının altında fiyatlanması ve 3Ç21 net kârının beklentilerin oldukça üzerinde gelmesinden ötürü hisse fiyatının kısa orta vadede pozitif seyrini sürdürebileceğini düşünüyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	23.370	18.787	24%	23.370	15.226	53%
SMM	6.151	5.285	16%	6.151	4.824	27%
Brüt satış kârı	8.703	6.881	26%	8.703	5.741	52%
Faaliyet Giderleri	3.836	3.194	20%	3.836	2.749	40%
Finansal Gelir/Gider	-245	-316	a.d.	-245	-276	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	4.916	3.794	30%	4.916	3.041	62%
FAVÖK	5.507	4.141	33%	5.507	3.404	62%
Ana Ortaklık Net Kâr	3.392	1.712	98%	3.392	1.612	111%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	37,2%	36,6%	0,6	37,2%	37,7%	-0,5
EFK Marjı	21,0%	20,2%	0,8	21,0%	20,0%	1,1
FAVÖK Marjı	23,6%	22,0%	1,5	23,6%	22,4%	1,2
Net Kâr Marjı	14,5%	9,1%	5,4	14,5%	10,6%	3,9

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (SİSE): Şirket'in 3Ç21 dönemi net kârı yıllık bazda %56 artışla 1,35mlr TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisi aşmıştır. Net kâr bir önceki çeyreğe göre hafifçe gerilemiştir. Yıllık bazda beklenti üzeri net kâr artışı satış gelirindeki güçlü artıştan kaynaklanmaktadır. Avrupa'ya yapılan satışların yıllık %71, çeyreklik %24 artması dikkat çekmektedir. Etkin maliyet kontrolü ve fiyat politikası yıllık %53 artan brüt kâra pozitif yansımıştır. Buna karşın kâr marjlarında finansman giderlerindeki artışın etkisiyle bir miktar gerileme söz konusu olmuştur. Şirketin net borç pozisyonu önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde gerileyerek 3,75mlr TL seviyesinde gerçekleşmiş, yabancı para pozisyonu 9,02mlr TL'ye yükselmiştir. Likidite pozisyonundaki güçlü seyir sürmektedir. Piyasa beklentilerini aşan 3Ç21 finansalları, şirketin sektördeki konumu ve çarpan analizi doğrultusunda hissenin iskontolu fiyatlandığını ve orta vadede güçlü getiri potansiyelini koruduğunu düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	8.236	7.091	16%	8.236	5.798	42%
SMM	5.356	4.474	20%	5.356	3.911	37%
Brüt satış kârı	2.880	2.617	10%	2.880	1.888	53%
Faaliyet Giderleri	1.406	1.258	12%	1.406	1.036	36%
Finansal Gelir/Gider	-117	14	a.d.	-117	-280	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	1.435	1.505	-5%	1.435	1.099	31%
FAVÖK	1.986	1.855	7%	1.986	1.267	57%
Ana Ortaklık Net Kâr	1.353	1.395	-3%	1.353	866	56%

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	35,0%	36,9%	-1,9	35,0%	32,6%	2,4
EFK Marjı	17,4%	21,2%	-3,8	17,4%	19,0%	-1,5
FAVÖK Marjı	24,1%	26,2%	-2,1	24,1%	21,8%	2,3
Net Kâr Marjı	16,4%	19,7%	-3,2	16,4%	14,9%	1,5

- 12 -

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in 3Ç21 dönemi net kârı, 3,93mlr TL'lik piyasa beklentisini aşarak 6,29mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Önceki yılın aynı döneminde ise 946mn TL değerinde zarar oluşmuştu. Piyasa beklentisine paralel gerçekleşen cari dönem hâsılatının (29,03mlr TL) önemli kısmını yolcu gelirleri oluşturmuştur. Satışların maliyetindeki yıllık bazda artışın %104 ile cirodaki artışın altında kalması kârlılığı pozitif etkilemiştir. Esas faaliyet kârının yıllık bazda %1042 ve çeyreklik bazda %544 artış ile 6,16mlr TL olması operasyonel performanstaki güçlü artışı işaret etmektedir. Şirket'in yatırım faaliyetlerinden elde ettiği net gelirleri ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımları artış kaydetmiştir. Bunun yanı sıra kur farkı net gelirinin etkisiyle 173mn TL'lik finansman net geliri olmuştur. Operasyonel kârlılık marjlarında önceki yılın aynı dönemine göre 10 puandan fazla artış olduğunu ve net kâr marjının da 30,3 puan artarak %21,7'ye yükseldiğini görüyoruz. 3Ç21 mali dönemi finansallarının genelini göz önünde bulundurduğumuzda; yıllık bazda güçlü bir şekilde iyileşen operasyonel performansın pandemi öncesi olan 3Ç19 dönemine göre de arttığını görmekteyiz. Ayrıca yatırımlardan elde edilen gelirlerin artışı ve finansal net gelir de kârlılığa pozitif yansımıştır. Çarpan analizine göre; Şirket'in dâhil olduğu ulaştırma endeksine kıyasla dikkate değer ölçüde iskontolu (F/K, PD/DD) olarak fiyatlandığı görülmektedir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç21	2Ç21	% Değ.	3Ç21	3Ç20	% Değ.
Net Satışlar	29.033	18.233	59%	29.033	11.018	164%
SMM	20.584	15.285	35%	20.584	10.085	104%
Brüt satış kârı	8.449	2.948	187%	8.449	933	806%
Faaliyet Giderleri	2.500	2.128	17%	2.500	1.345	86%
Finansal Gelir/Gider	173	-2.033	a.d.	173	-2.466	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	6.164	957	544%	6.164	540	1041%
FAVÖK	9.680	4.399	120%	9.680	2.563	278%
Ana Ortaklık Net Kâr	6.291	-497	a.d.	6.291	-946	a.d.

Oranlar	3Ç21	2Ç21	Fark	3Ç21	3Ç20	Fark
Brüt Kar Marjı	29,1%	16,2%	12,9	29,1%	8,5%	20,6
EFK Marjı	21,2%	5,2%	16,0	21,2%	4,9%	16,3
FAVÖK Marjı	33,3%	24,1%	9,2	33,3%	23,3%	10,1
Net Kâr Marjı	21,7%	-2,7%	a.d.	21,7%	-8,6%	a.d.

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

Altıeylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İşmerkezi No:17 K:1 Altıeylül/ Balıkesir
Tel: 0266 245 91 21 Faks: 0266 245 23 34

Ferdi Uğur Taçkınlar
Araştırma Uzmanı Müdür Yardımcısı
02123953227
ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr

Arif Tekin Seğmen
Araştırma Uzmanı
02123953213
arif.segmen@piramitmenkul.com.tr

