

Piramit Menkul Kıymetler 2Ç22 model portföyünde **ALGYO, ANSGR, BIZIM, BUCIM, ESEN, GSDHO, HLGYO, PETUN, SAHOL, THYAO, YKBNK** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde piyasa değerleri, F/K, PD/DD ve performans verileri 26 Ağustos 2022 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	26.08.2022	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
<b>ALGYO</b>	36,10	1,8	0,7	2.325	-1,4	13,2	86,9
<b>ANSGR</b>	7,90	6,7	1,0	3.950	33,7	36,7	23,8
<b>BIZIM</b>	22,26	9,7	4,8	1.336	6,6	45,6	82,4
<b>BUCIM</b>	3,35	5,9	1,7	5.025	29,3	41,4	86,3
<b>ESEN</b>	36,98	4,2	0,7	2.367	10,6	15,0	11,4
<b>GSDHO</b>	4,55	2,2	0,6	2.048	18,9	5,8	126,1
<b>HLGYO</b>	3,17	1,4	0,7	4.977	45,4	50,6	79,2
<b>PETUN</b>	26,46	6,2	0,9	1.147	13,2	21,3	64,9
<b>SAHOL</b>	25,44	2,1	0,7	51.908	28,9	23,9	158,3
<b>THYAO</b>	69,70	4,9	0,7	96.186	42,2	56,8	445,0
<b>YKBNK</b>	7,00	2,3	0,6	59.129	47,4	53,8	183,2

### 1Ç22 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	26.08.2022	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	20.05.2022 Kapanışa Göre Getiri (%)
ALGYO	36,10	1,8	0,7	2.325	-1,4	13,2	86,9	15,26
ANSGR	7,90	6,7	1,0	3.950	33,7	36,7	23,8	34,58
BUCIM	3,35	5,9	1,7	5.025	29,3	41,4	86,3	41,95
CEMTS	33,04	4,1	2,3	3.336	8,4	18,8	147,5	21,47
*DOHOL	5,24	2,9	0,9	13.713	36,1	43,9	112,2	51,98
ERBOS	115,50	6,5	2,6	2.310	-1,1	4,4	-13,2	6,35
*ESEN	36,98	4,2	0,7	2.367	10,6	15,0	11,4	17,80
*GSDHO	4,55	2,2	0,6	2.048	18,9	5,8	126,1	2,65
*INDES	9,19	3,7	2,0	2.059	12,3	8,4	55,9	5,98
KARTN	71,50	6,7	4,3	5.363	-4,6	13,4	50,2	13,67
SELEC	20,28	9,7	2,5	12.594	17,1	49,3	141,0	50,78
*TUKAS	9,81	6,8	3,7	4.814	23,8	71,4	168,4	69,79
<b>Ortalama</b>								<b>27,69</b>
<b>XU100</b>	3146,10							<b>32,62</b>
<b>Fark</b>								<b>-4,93</b>

- 2 -

\*1Ç22 Model Portföy'de yer alan **DOHOL**, **ESEN**, **GSDHO**, **INDES** ve **TUKAS** hisselerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Getiri hesaplamasına temettü ödemeleri dahil edilmiş olup ilgili tablodaki değer değişimleri temettü ödemelerine göre düzeltilmiş fiyatlarla hesaplanmıştır.

Kod	Net Dağıtım Oranı (%)	Hak Kullanım Tarihi	Nakit Ödeme Tarihi
DOHOL	11,34913	02.06.2022	06.06.2022
ESEN	10,8	10.08.2022	12.08.2022
GSDHO	22,5	26.08.2022	31.08.2022
INDES	48,21455	25.05.2022	27.05.2022

Kod	Bedelsiz oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
ESEN	80,00	23.08.2022	24.08.2022

**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 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ALGYO):** Şirket'in 2Ç22 dönemi net kârı yıllık %69 artarak 95,1mn TL'ye yükseldi. Satış gelirinin tamamı kira gelirlerinden kaynaklanırken geçen yılın aynı dönemine göre %85 artarak 14,9mn TL oldu. Maliyetlerde düşük seyir devam ederken, 2Ç22'de artan kambiyo kârlarının etkisiyle esas faaliyetlerden diğer net gelirler 84,8mn TL'ye yükseldi. Bu durum net kârdaki artışın temel nedenini oluşturmaktadır. 2Ç22 bilanço kalemleri çeyreksel bazda incelendiğinde döviz cinsi vadeli mevduatlardaki düşüşün etkisiyle nakit ve nakit benzerlerinin 160,7mn TL'den 26,5mn TL'ye gerilediği görülmektedir. Buna karşın 1Ç22'de var olan 106,3mn TL'lik diğer kısa vadeli yükümlülüklerin cari dönemde mevcut olmaması likidite oranlarının olağandışı düzeylere yükselmesinde etkili olmuştur. Net borcu bulunmayan şirketin yabancı para net varlık pozisyonu 682,3mn TL ile pozitif bölgede bulunmaktadır. Dönen varlıklarının çoğunluğunun döviz cinsi olması, net borcunun bulunmamasını ve sektör çarpanlarına kıyasla iskontolu fiyatlanmasını olumlu olarak yorumluyoruz. Genel değerlendirme kapsamında; 2Ç22 finansallarının kısa-orta vadede hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olacağını düşünüyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	15	12	24	15	8	85
SMM	1	1	-9	1	0	138
Brüt satış karı	14	11	27	14	8	83
Faaliyet Giderleri	3	3	-3	3	1	220
Finansal Gelir/Gider	-0	-0	a.d.	-0	-0	a.d.
Esas Faaliyet Karı	96	82	16	96	57	69
FAVÖK	11	8	40	11	7	62
Ana Ortaklık Net Kar	95	83	15	95	56	69

- 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.

**Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi (ANSGR):** Şirket'in 2Ç22 dönemi net kârı, piyasanın 16mn TL'ye düşüş beklentisine karşın yıllık %23 artarak 179,3mn TL'ye ulaştı. Hayat dışı net teknik gelirin yıllık %28 artışla 293,8mn TL'ye yükselmesi ile vergi ve diğer yasal yükümlülük karşılıkların 42,1mn TL fazla vererek pozitif bölgeye geçmesi net kârdaki artışı açıklamaktadır. 2Ç22 hayat dışı teknik gelirindeki yükselişin önemli kısmı kazanılmış primlerdeki (Reasürör payı düşülmüş olarak, 2,12mlr TL) artıştan kaynaklanmaktadır. Şirket'in 1Y22 döneminde 4,04mlr TL'ye ulaşan kazanılmış primlerini yıllık bazda incelediğimizde faaliyette bulunan tüm bölümlerin gelirlerinde artış kaydedildiği görülmektedir. Aynı dönemin hayat dışı teknik giderindeki artışın önemli kısmı kara araçları sigortasının (kasko) gerçekleşen tazminatlarındaki (Reasürör payı düşülmüş olarak, 1,24mlr TL) yükselişten oluşmaktadır. 2Ç22 hayat dışı teknik giderindeki artışta kara araçları bölümü tazminatlarından kaynaklanmaktadır. 2Ç22'de faaliyet giderleri yıllık kıyaslamada 348,6mn TL'den 617,5mn TL'ye yükselmiştir. Böylece 2Ç22 dönemi hayat dışı bölümü net gelirinde artış kaydedilmesi kârlılığa pozitif yansımakta ve net kârdaki artışı açıklayan ilk unsur olmaktadır. Diğer ve olağandışı faaliyetlerden gider ve zararlarda izlenen karşılıklar hesabındaki artışla ertelenmiş vergi pozisyonunun negatif bölgeye geçmesi kârlılığı hafifçe baskılamaktadır. Şirket'in yabancı para net varlık pozisyonu çeyrek bazda, USD cinsi esas faaliyetlerden alacakların artması ve finansal yükümlülüklerin azalması ile 843,2mn TL'den 1,69mlr TL'ye yükselmiştir. 2Ç22 dönemi finansallarının; beklentilerin üzerinde gerçekleşen operasyonel performans ve likit varlıklardaki pozitif seyri göz önünde bulundurduğumuzda kısa-orta vadede hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olabileceğini düşünmekteyiz.

**Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş. (BİZİM):** Şirket'in 2Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %525'lik artışla 31mn TL'lik piyasa beklentisini aşarak 36,4mn TL'ye ulaştı. Tamamı yurt içi satışlardan elde edilen hâsılâtın 3,15mlr TL'ye yükselmesi net kârdaki artışı açıklamaktadır. Zira cari dönemde hâsılât çeyreklik %34, yıllık %93 artışla 3,02mlr TL'lik beklentileri geride bıraktı. Satışların maliyeti 2,66mlr TL'ye ulaşsa da artış oranı bakımından operasyonel kâr marjlarını destekler nitelikte bulunmaktadır. Ayrıca 306,3mn TL'ye yükselen faaliyet giderleri de benzer bir görünüm sergilemektedir. 2Ç22'de net faaliyet kârının çeyreklik %57, yıllık %243 artarak 182,3mn TL'ye yükselmesi operasyonel performansa ilişkin pozitif görünümü teyit etmektedir. Esas faaliyetlerden kaynaklı diğer net giderlerin 83,6mn TL'ye ve net finansman giderlerinin 55mn TL'ye yükselmesi net kârı sınırlı baskılamaktadır. Cari dönem kâr marjları incelendiğinde hem çeyreklik hem de yıllık bazda marjların tamamında iyileşme gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca 1Y22 dönemi marjlarının tamamı son beş yılın aynı dönemlerine ait ortalamanın üzerinde bulunmaktadır. 2Ç22 dönemi bilanço kalemleri çeyreklik bazda incelendiğinde likidite oranlarının makul seviyelerdeki seyrini koruduğu görülmektedir. Şirket, firma değerine kıyasla oldukça yüksek satış ve FAVÖK üretmektedir. Zira Şirket'in FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanları faaliyette bulunduğu perakende sektörü ortalamasının oldukça altında bulunmaktadır. İyileşen operasyonel performans, etkin maliyet kontrolü ve Şirket'in piyasa çarpanlarının benzerlerine göre iskontolu fiyatlanması dolayısıyla 2Ç22 finansallarının hisse fiyatı üzerinde kısa-orta vadede pozitif etki yaratabileceğini düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	3.148	2.348	34	3.148	1.629	93
SMM	2.659	1.986	34	2.659	1.446	84
Brüt satış karı	489	362	35	489	183	168
Faaliyet Giderleri	306	246	24	306	129	137
Finansal Gelir/Gider	-55	-39	a.d.	-55	-28	a.d.
Esas Faaliyet Karı	99	57	72	99	22	345
FAVÖK	215	146	47	215	75	186
Ana Ortaklık Net Kar	36	25	45	36	6	525

Oranlar (%)	2Ç22	1Ç22	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	15,5	15,4	0,1	15,5	11,2	4,3
EFK Marjı	3,1	2,4	0,7	3,1	1,4	1,8
FAVÖK Marjı	6,8	6,2	0,6	6,8	4,6	2,2
Net Kar Marjı	1,2	1,1	0,1	1,2	0,4	0,8

**Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. (BUCIM):** Şirket'in 2Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %324 artarak 345,6mn TL'ye yükseldi. Cari dönemde hâsılat; yıllık %202, çeyreklik %43 artışla 1,53mlr TL'ye yükselerek net kâr artışının ana unsuru olmuştur. Brüt satış gelirleri içerisinde yurt içi mamul satışları %257 artarak 1,31mlr TL ve yurt dışı satışlar ise %59'luk artışla 226,2mn TL'ye yükseldi. Satışların maliyeti yıllık %171, çeyreklik bazda %44 artışla 1mlr TL'ye ulaştı. Maliyetlerin yıllık bazda oransal olarak hâsılat artışının gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. Faaliyet giderleri düşük seyrine devam etmektedir. 2Ç21 döneminde 7,4mn TL esas faaliyetlerden diğer net gideri bulunan Şirket'in, cari dönemde kambiyo kârlarının etkisiyle 82,4mn TL'lik esas faaliyetlerden diğer net gelir elde etmesi kâra olumlu yansımıştır. Kâr marjları incelendiğinde; hâsılatın oransal olarak maliyetin üzerinde seyretmesinden dolayı operasyonel marjlarda yıllık bazda belirgin bir yükseliş gözlemlenmektedir. Nakit ve nakit benzerlerinin vadeli mevduattaki azalmanın etkisiyle 1mlr TL'den 868,1mn TL'ye gerilediği görülmektedir. Kısa vadeli banka kredileri, ticari borçlar ve vergi yükümlülüğündeki artıştan kaynaklı olarak net nakit fazlası 957,4mn TL'den 506,6mn TL'ye gerilemiştir. Böylelikle likidite oranlarında gerileme görülmesine karşın makul seviyelerin oldukça üzerinde olması olumludur. Şirket'in finansallarını bütünüyle ele aldığımızda; hâsılat ve marjlardaki iyileşmenin yanı sıra güçlü döviz pozisyonunun korunması operasyonel performansın sürdürülebilirliği açısından önemlidir. Şirket'in 2Ç22 finansallarını ve faaliyet gösterdiği sektör çarpanlarına göre iskontolu fiyatlanmasını oldukça pozitif bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	1.531	1.072	43	1.531	507	202
SMM	1.001	693	44	1.001	370	171
Brüt satış karı	530	378	40	530	138	285
Faaliyet Giderleri	77	62	25	77	45	70
Finansal Gelir/Gider	-13	-3	a.d.	-13	-1	a.d.
Esas Faaliyet Karı	535	343	56	535	85	530
FAVÖK	464	331	40	464	104	347
Ana Ortaklık Net Kar	346	207	67	346	82	324

Oranlar (%)	2Ç22	1Ç22	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	34,6	35,3	-0,7	34,6	27,1	7,5
EFK Marjı	35,0	32,0	2,9	35,0	16,8	18,2
FAVÖK Marjı	30,3	30,9	-0,5	30,3	20,5	9,9
Net Kar Marjı	22,6	19,3	3,2	22,6	16,1	6,5

**Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. (ESEN):** Şirketin ana ortaklık net kârı 2Ç22 döneminde yıllık %834, çeyreklik %73 artarak 115,2mn TL olmuştur. Hâsılat yıllık %287, çeyreklik %121 artışla 241,7mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kâr, maliyet artışının oransal olarak yıllık bazda hâsılat artışının üzerinde, çeyreklik bazda ise altında artmasıyla 98,8mn TL olmuştur. Faaliyet giderlerindeki artış hâsılatla oranla sınırlı kalmıştır. Net faaliyet kârındaki değişim temel operasyonel performansın bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilediğini, ancak bir önceki çeyreğe göre güçlendiğini işaret etmektedir. Diğer faaliyet gelirleri yıllık bazda güçlü artış kaydetmesine karşın önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) ve FAVÖK hâsılatla kıyasla sınırlı artarak performansın gerilediğini işaret etmektedir. Şirketin 2Ç22 kâr marjları özellikle yıllık bazda performansta yaşanan gerilemeyi teyit etmekle birlikte oldukça yüksek seviyelerde seyretmiştir. 2022/06 dönemi kâr marjları geçmiş dört yılın ilk altı aylıklarının ortalamalarına yakındır. Borç pozisyonu makul seviyelerde olan şirketin likidite pozisyonu güçlü olup yabancı para pozisyonunda iyileşme gözlemlenmektedir. 2Ç22 finansallarını sınırlı negatif bulmakla birlikte verimliliğin korunduğunu düşündüğümüz şirketi, sektör çarpanlarıyla kıyaslandığında iskontolu buluyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	2Ç21	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	242	110	121	242	62	287
SMM	143	77	87	143	26	445
Brüt satış karı	99	33	199	99	36	173
Faaliyet Giderleri	5	7	-25	5	1	302
Finansal Gelir/Gider	-3	-74	a.d.	-3	-62	a.d.
Esas Faaliyet Karı	157	165	-5	157	48	227
FAVÖK	121	54	125	121	41	198
Ana Ortaklık Net Kar	115	66	73	115	12	834

Oranlar (%)	2Ç22	2Ç21	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	40,9	30,2	10,7	40,9	58,0	-17,2
EFK Marjı	65,0	150,5	-85,5	65,0	76,9	-11,9
FAVÖK Marjı	50,2	49,3	1,0	50,2	65,2	-15,0
Net Kar Marjı	47,7	60,7	-13,0	47,7	19,8	27,9

**GSD Holding A.Ş. (GSDHO):** Şirket'in 2Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %218, çeyreklik bazda %29 artışla 277,6mn TL'ye yükseldi. Hâsılat 2Ç22'de yıllık %124 önceki çeyreğe kıyasla %27 artarak 358,7mn TL'ye ulaştı. Maliyetler yıllık %110, çeyreklik bazda %18 artmasına karşın oransal olarak satışların altında kalması brüt kâra olumlu yansımıştır. Cari dönemde yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelirler yıllık 20,1mn TL'den 132,3TL'ye yükselerek net kârı desteklemiştir. Hâlihazırda makul seviyelerin üzerinde seyreden kâr marjlarında yüksek görünüm korunmuştur. Ana ortaklık net kâr marjı ise yıllık bazda 23 puan artarak %77,4'e yükselmiştir. Şirketin net borcunun bulunmaması, yüksek marjları ve güçlü döviz pozisyonuyla benzerleri arasında öne çıktığını düşünüyoruz. Piyasa çarpanları, sektör ortalamalarına kıyasla iskontolu fiyatlanan şirketin 2Ç22 dönemi finansallarını da pozitif gördüğümüzden dolayı model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	359	283	27	359	160	124
SMM	91	77	18	91	43	110
Brüt satış karı	244	189	29	244	106	129
Faaliyet Giderleri	37	19	92	37	15	140
Finansal Gelir/Gider	-13	-10	a.d.	-13	-4	a.d.
Esas Faaliyet Karı	216	175	23	216	99	118
FAVÖK	241	195	24	241	106	127
Ana Ortaklık Net Kar	278	215	29	278	87	218

- 8 -

Oranlar (%)	2Ç22	1Ç22	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	67,9	66,6	1,3	67,9	66,2	1,7
EFK Marjı	60,1	61,9	-1,8	60,1	61,8	-1,7
FAVÖK Marjı	67,1	68,7	-1,6	67,1	65,9	1,1
Net Kar Marjı	77,4	75,9	1,4	77,4	54,4	23,0

**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.



**Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HLGYO):** Şirket'in 2Ç22 dönemine ilişkin net kârı, esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminin alt kalemi olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer farkı kalemindeki 3,2mlr TL'lik dramatik yükseliş ile birlikte 3,21mlr TL'ye yükselmiştir. Önemli kısmı kira gelirlerinden oluşan hâsılâtın çeyreklik %55, yıllık %94 artışla 44,5mn TL'ye yükselmesi net kârı desteklemektedir. Cari dönemde maliyetler 6,13mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda brüt satış karı 38,34mn TL'ye yükselmiştir. Faaliyet giderlerindeki artışlarda yıllık ve çeyreklik bazda hasılâtın altında ve sınırlı kalmıştır. Faaliyet giderlerindeki artışta başlıca etkili unsur personel giderlerinin yaklaşık iki katına çıkması olmuştur. Bu gerçekleştirmeler sonucunda, Net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %64, yıllık %212 artarak 28,3mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeleri oldukça düşük seviyede olmasından dolayı FAVÖK, NFK'ya paralel bir şekilde 28,63mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2Ç22'de yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki dramatik değer artışı (İstanbul Finans Merkezi Halk Ofis Kuleleri Projesi'nin değerlendirme farkının öncülüğünde) ile birlikte esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 3,2mlr TL'ye yükselmesi net kârdaki artışın temel nedenidir. Böylelikle esas faaliyet kârı çeyreklik %5.818, yıllık %33.073 artarak 3,23mlr TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in 2Ç22 döneminde hazır değerleri 487,8mn TL'den (1Ç22) 359,4mn TL'ye gerilediği görülmektedir. Net borç pozisyonu ise 684,28mn TL'den (1Ç22) 419,23mn TL'ye gerilemiştir. Aynı dönemlerde, net döviz pozisyonunda ise yaklaşık 20mn TL'lik bir artış görülmektedir. Mevcut durumda konut fiyat ve satışlarındaki artışa bağlı olarak karlılıklarını belirgin şekilde yükselten Gayrimenkul sektörünün hisse fiyatlaması noktasında diğer sektörlere nazaran geride kalmasından ötürü sektör hisselerinin genelini piyasa çarpanları görece düşük kalmıştır. Bu bağlamda sektör hisselerinin getiri potansiyelinin yüksek olduğunu değerlendiriyor ve sektör ortalamalarının da altında fiyatlanan Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'yi model portföyümüze eklemeyi uygun buluyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	44	29	55	44	23	94
SMM	6	3	116	6	7	-7
Brüt satış karı	38	26	49	38	16	134
Faaliyet Giderleri	10	8	18	10	7	38
Finansal Gelir/Gider	-15	-5	a.d.	-15	-0	a.d.
Esas Faaliyet Karı	3.227	55	5818	3.227	10	33073
FAVÖK	29	18	57	29	10	187
Ana Ortaklık Net Kar	3.213	50	6377	3.213	9	34325

- 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Pınar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş. (PETUN):** Şirket'in 2Ç22 dönemi net kârı yıllık %232 artarak 75,5mn TL'ye yükseldi. Cari dönemde hâsılat; yıllık %95, çeyreksele %32 artarak 519,3mn TL oldu. Brüt satış gelirleri içerisinde yurt içi mamul satışları %93 artarak 608,8mn ve yurt dışı satışları %117 artış ile 17,2mn TL'ye yükseldi. Maliyetlerin hem yıllık hem de çeyreksele bazda oransal artış bakımından hâsılatın gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. FAVÖK 2Ç22'de yıllık %205 artarak 71,4mn TL'ye yükseldi. Kârlılık marjlarını yıllık bazda incelediğimizde, artan operasyonel performansın etkisiyle 4-6 puanlık yükseliş görülmektedir. Net kâr marjı 6 puan artarak %14,5 ve net faaliyet kâr marjı 5,4 puan artış ile %12,1'e yükseldi. Şirket'in bir miktar döviz fazlası bulunmakla beraber benzerlerine kıyasla iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz. Operasyonel performanstaki artışın kârlılığa olumlu yansıdığını görmekteyiz. Şirket'in 2Ç22 dönemi finansallarını pozitif olarak yorumluyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	519	394	32	519	267	95
SMM	419	341	23	419	227	85
Brüt satış karı	103	54	90	103	40	158
Faaliyet Giderleri	40	37	10	40	22	83
Finansal Gelir/Gider	-18	-11	a.d.	-18	-5	a.d.
Esas Faaliyet Karı	65	19	238	65	19	243
FAVÖK	71	26	172	71	23	205
Ana Ortaklık Net Kar	75	2	4070	75	23	231

- 10 -

Oranlar (%)	2Ç22	1Ç22	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	19,9	13,8	6,0	19,9	15,0	4,9
EFK Marjı	12,6	4,9	7,7	12,6	7,2	5,4
FAVÖK Marjı	13,8	6,7	7,1	13,8	8,8	5,0
Net Kar Marjı	14,5	0,5	14,1	14,5	8,5	6,0

**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.

**Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL):** Şirket'in 2Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık bazda %373 artışla 8,09mlr TL'ye ulaşarak 7,38mlr TL'de bulunan piyasa beklentisinin oldukça üzerinde açıklandı. Cari dönemde hâsılat yıllık %173, çeyreklik bazda ise %33 artarak 51,27mlr TL'ye yükselmiştir. 2Ç22 döneminde önceki yılın aynı dönemine göre finans sektörü faaliyetlerinin 12mlr TL'den 35,68mlr TL'ye, ticari faaliyetlerin ise 6,81mlr TL'den 15,59mlr TL'ye yükselmesi hâsılatındaki artışı açıklamaktadır. Satışların maliyeti 2Ç22 döneminde yıllık %133, çeyreklik bazda %24 artarak 12,29mlr TL oldu. Hâsılat artışının oransal olarak maliyetin üzerinde olması brüt satış kârına olumlu yansımıştır. Böylelikle brüt satış kârı yıllık %261, çeyreklik bazda %42 artarak 24,86mlr TL olmuştur. 2Ç22'de faaliyet giderleri yıllık %107, çeyreklik %15 artarak 6,62mlr TL'ye yükseldi. Diğer gelir/gider dengesi 2Ç22'de sigorta yatırım gelirlerinden kaynaklı yıllık %1857, çeyreklik ise %339 artışla 2,09mlr TL'ye yükselerek esas faaliyet kârına olumlu yansımıştır. Kâr marjları incelendiğinde, yalnızca net kâr marjı kontrol gücü olmayan pay artışına bağlı olarak çeyreklik bazda sınırlı gerilemiş olup diğer tüm marjlarda yıllık ve çeyreklik bazda belirgin yükseliş görülmektedir. Şirket'in net borç pozisyonu, kısa vadeli banka kredilerindeki artışın etkisiyle 28,15mlr TL'den 35,8mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2Ç22 dönemi döviz yükümlülüklerinin, finans sektörü faaliyetleri müşteri mevduatlarındaki artıştan kaynaklı 483,88mlr TL'den 565,2mlr TL'ye yükselmesiyle birlikte yabancı para net varlık pozisyonu 13,24mlr TL'den 5,8mlr TL'ye gerilemiştir. Şirket'in finansalları bütününe baktığımızda; ana ortaklık paylarının dönem net kârı içerisindeki oranının azaldığı görülmektedir. Şirket'in 2Ç22 döneminde beklenti üstü net kâr elde etmesi, maliyet artışının oransal olarak hâsılatın gerisinde kalması, marjlardaki iyileşme ve şirket çarpanlarının sektöre göre oldukça iskontolu fiyatlanmasını olumlu bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	51.271	38.440	33	51.271	18.787	173
SMM	12.287	9.948	24	12.287	5.285	132
Brüt satış karı	24.864	17.529	42	24.864	6.881	261
Faaliyet Giderleri	6.625	5.761	15%	6.625	3.194	107
Finansal Gelir/Gider	-257	-337	a.d.	-257	-316	a.d.
Esas Faaliyet Karı	20.326	12.244	66	20.326	3.794	436
FAVÖK	19.036	12.493	52	19.036	4.141	360
Ana Ortaklık Net Kar	8.091	8.251	-2	8.091	1.712	373

Oranlar (%)	2Ç22	1Ç22	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	48,5	45,6	2,9	48,5	36,6	11,9
EFK Marjı	39,6	31,9	7,8	39,6	20,2	19,5
FAVÖK Marjı	37,1	32,5	4,6	37,1	22,0	15,1
Net Kar Marjı	15,8	21,5	-5,7	15,8	9,1	6,7

**Türk Hava Yolları A.O. (THYAO):** Türk Hava Yolları'nın 2Ç22 dönemine ilişkin net kârı 6,86mlr TL'lik piyasa beklentisini aşarak 9,16mlr TL'ye ulaştı. Şirket önceki yılın aynı döneminde 497mn TL değerinde zarar açıklamıştı. Cari dönem hâsılatının çeyreksele %69, yıllık %295 artışla 71,97mlr TL'ye yükselmesi beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kârı açıklamaktadır. Hâsılatın önemli kısmını oluşturan yolcu gelirleri yıllık %452 artışla 53,71mlr TL'ye yükseldi. Kargo gelirleri ise yıllık %113 artarak 16,72mlr TL'ye ulaştı. Petrol fiyatlarında yükselişe bağlı olarak 1Y21'de 587USD olan ortalama birim maliyet (USD/Ton) 1Y22'de 1.084USD'ye yükselmesi ile maliyetler 2Ç22'de 56,91mlr TL'ye yükseldi. Ancak maliyetlerin artış oranı bakımından hem 2Ç21 hem de 2Ç19'a göre hâsılatın gerisinde kalması net kâra olumlu yansıdı. Faaliyet giderleri de 2Ç22'de 6,55mlr TL'ye ulaşsa da hâsılatın göre sınırlı arttı. Salt operasyonel görünümü sergileyen net faaliyet kârı çeyreksele %317, yıllık %938 artarak 8,51mlr TL'ye yükseldi. Ayrıca Şirket'in 2Ç22'de üretmiş olduğu 15,65mlr TL'lik FAVÖK'ün, 15,11mlr TL'de bulunan beklentileri aşması operasyonel performanstaki güçlü iyileşmeyi işaret etmektedir. Cari dönemde devlet teşvik gelirleri ve finansal yatırım faiz gelirlerindeki artışın etkisiyle yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelirler 442mn TL'den 976mn TL'ye yükseldi. 2Ç22'de net kambiyo geliri elde edilmesi ve türev işlemler kârında artış gerçekleşmesi sonucunda finansman gelir/gider dengesi 143mn TL'lik fazla vererek pozitif bölgeye geçti. Kâr marjları incelendiğinde, bütün marjların 4 puandan fazla artarak %10'un üzerine yükseldiği görülmektedir. Sadece FAVÖK marjında çeyreksele bazda 2,4 puanlık görece sınırlı artış ve yıllık bazda 2,4 puanlık hafif gerileme görülmektedir. Buna karşın FAVÖK marjı %21,7 ile en yüksek marj olmaya devam etti. 2Ç22 bilanço kalemleri çeyreksele bazda incelendiğinde, EUR cinsi döviz varlığındaki artışın etkisiyle nakit ve nakit benzerlerinin 37,25mlr TL'den 58,67mlr TL'ye yükseldiği görülmektedir. Aynı gelişmenin etkisiyle döviz pozisyonu yükümlülüğü 107,02mlr TL'den 94,16mlr TL'ye geriledi. Böylece likidite oranlarında hafif artış gerçekleşti. 2Ç22 finansallarını; artan küresel akaryakıt maliyetlerine karşın etkin maliyet kontrolünün sağlanması, yolcu ve kargo istatistiklerinin pandemi öncesi seviyelere yakınsaması ve finansman gelir/gider dengesinin yeniden pozitif bölgeye geçmesini göz önünde bulundurarak pozitif olarak değerlendiriyoruz. Pozitif finansallara ek olarak hisse piyasa çarpanlarının, hem gösterge endeks hem de ulaştırma endeksinin çarpanlarına görece oldukça düşük kalması da hisselerin model portföyümüzde yer bulmasında öne çıkan bir faktör olmuştur.

- 12 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç22	1Ç22	% Değ.	2Ç22	2Ç21	% Değ.
Net Satışlar	71.969	42.614	69	71.969	18.233	295
SMM	56.908	35.426	61	56.908	15.285	272
Brüt satış karı	15.061	7.188	110	15.061	2.948	411
Faaliyet Giderleri	6.553	5.149	27	6.553	2.128	208
Finansal Gelir/Gider	143	-879	a.d.	143	-2.033	a.d.
Esas Faaliyet Karı	8.685	2.294	279	8.685	957	808
FAVÖK	15.649	8.247	90	15.649	4.399	256
Ana Ortaklık Net Kar	9.155	2.220	312	9.155	-497	a.d.

Oranlar (%)	2Ç22	1Ç22	Fark	2Ç22	2Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	20,9	16,9	4,1	20,9	16,2	4,8
EFK Marjı	12,1	5,4	6,7	12,1	5,2	6,8
FAVÖK Marjı	21,7	19,4	2,4	21,7	24,1	-2,4
Net Kar Marjı	12,7	5,2	7,5	12,7	-2,7	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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Yapı Ve Kredi Bankası A.Ş. (YKBNK):** Bankanın konsolide olmayan finansallarına göre 2Ç22 dönemi net kârı önceki yılın aynı dönemine göre %434 artarak 11.922mn TL ile beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde net ücret ve komisyon gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %96 artışla 3.198mn TL, net faiz geliri %226 artışla 15.533mn TL seviyesine yükselmiştir. Banka 2022/06 döneminde 6.981mn TL'lik kısmı beklenen kredi zararı karşılıkları olmak üzere toplam 7.238mn TL ile önceki çeyreğe kıyasla %144 daha fazla karşılık ayırmıştır. Bankanın toplam kredileri bir önceki çeyreğe göre %12 artarak 2022/06 itibarıyla 512,56mlr TL olmuştur. Kredilerin 325,22mlr TL kısmı Türk Lirası, 187,34mlr TL kısmı yabancı para cinsi kredilerden oluşmaktadır. Toplam aktifleri %14 artarak 930,02mlr TL olmuştur. Mevduatlar önceki çeyreğe göre %11 artışla 2022/06 itibarıyla 497,07mlr TL seviyesine yükselmiştir. Türk Lirası cinsi mevduatlar önceki çeyreğe göre %18 artışla 218,71mlr TL olurken yabancı para cinsi mevduatlar %5 artışla 278,36mlr TL olmuştur. Kredi mevduat oranı 2022/06 döneminde yıllık bazda 10 puan iyileşerek %137 seviyesine gerilemiştir. Bankanın takipteki kredi oranı kayıttan düşülen krediler sonrasında önceki çeyrekteki %4,0 seviyesinden %3,67'ye gerilemiştir. Net faiz marjı önceki çeyreğe göre artarak %4,1'den %6,2 seviyesine yükselmiştir. Özsermaye kârlılığı ve aktif kârlılığı bir önceki çeyreğe göre güçlü artarak 2022/06 itibarıyla %26,12 ve %2,64 olmuştur. Konsolide finansallarına göre sermaye yeterlilik oranı %17,05'ten %18,12 seviyesine yükselmiştir. Beklentilerin üzerinde kâr açıklayan bankanın çarpan analizine göre iskontolu olduğunu düşünmekteyiz.

Özet Finansallar Solo (mn TL)	2Ç22	2Ç21	Fark (%)
Aktifler	930.019	521.003	79
Krediler	512.559	324.417	58
Mevduat	497.066	283.286	75
Net faiz geliri	15.533	4.764	226
Net ücret ve komisyon geliri	3.198	1.631	96
Net kâr/zarar	11.922	2.233	434
Özsermaye	94.430	52.412	80

Oranlar %	2Ç22	2Ç21	Fark (Puan)
Özsermaye kârlılığı	26,12	7,64	18,49
Aktif kârlılığı	2,64	0,78	1,86
Net faiz marjı	6,15	4,14	2,01
Takipteki krediler oranı	3,67	5,22	-1,55
Sermaye yeterlilik oranı	18,12	17,05	1,07

## **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

### **Balıkesir İrtibat Bürosu**

Altıeylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İşmerkezi No:17 K:1 Altıeylül/ Balıkesir  
Tel: 0266 280 15 00 Faks: 0266 245 23 34

**Ferdi Uğur Taçkınlar**  
**Araştırma Müdürü**  
**02123953227**

[ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr](mailto:ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr)

**Arif Tekin Seğmen**  
**Araştırma Uzmanı**  
**02123953213**

[arif.segmen@piramitmenkul.com.tr](mailto:arif.segmen@piramitmenkul.com.tr)

**Ahmet Ökmen**  
**Araştırma Uzmanı**  
**02123953251**

[ahmet.okmen@piramitmenkul.com.tr](mailto:ahmet.okmen@piramitmenkul.com.tr)

