

MODEL PORTFÖY 3Ç22

18.11.2022

Piramit Menkul Kıymetler 3Ç22 model portföyünde **AKSA, ALGYO, ANHYT, AYEN, BRISA, COLA, EREGL, KCHOL, SAHOL, SELEC, SOKM, THYAO, TOASO, TUPRS** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde piyasa değerleri, F/K, PD/DD ve performans verileri 18 Kasım 2022 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	18.11.2022	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
AKSA	78,80	10,5	5,7	25.512	18,1	36,6	247,3
ALGYO	70,40	3,2	1,3	4.534	24,2	100,0	196,8
ANHYT	17,97	7,5	3,3	7.727	20,8	36,9	86,7
AYEN	39,40	8,9	3,3	10.934	38,2	66,2	556,7
BRISA	48,74	8,2	4,9	14.871	15,6	33,0	111,2
COLA	172,50	11,2	2,3	43.879	2,7	3,5	86,9
EREG	36,90	6,6	1,2	129.150	22,8	25,2	100,1
KCHOL	62,95	3,3	1,3	159.635	13,7	34,5	129,7
SAHOL	36,40	2,3	0,9	74.271	14,9	47,0	173,0
SELEC	25,56	8,5	2,8	15.873	8,9	36,0	168,2
SOKM	23,06	7,5	5,9	13.681	-2,5	43,6	60,6
THYAO	106,60	3,6	0,8	147.108	9,6	53,1	492,2
TOASO	124,90	9,9	7,8	62.450	29,4	43,6	112,2
TUPRS	425,60	4,7	2,6	117.149	18,6	29,4	169,7

- 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.

2Ç22 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	*14.11.2022	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	26.08.2022 Kapanışa Göre Getiri (%)
ALGYO	69,95	3,2	1,3	4.505	39,3	89,6	210,7	93,77
ANSGR	11,90	8,8	1,5	5.950	36,2	70,2	97,3	50,63
BIZIM	27,08	10,6	5,2	1.625	3,0	19,6	114,1	21,65
BUCIM	5,15	7,0	2,4	7.725	17,6	69,4	134,3	53,73
ESEN	70,10	7,4	1,4	4.486	43,8	109,1	144,6	89,56
*GSDHO	3,04	2,8	0,7	3.040	27,5	58,2	182,4	48,47
HLGYO	4,43	1,9	1,0	6.955	32,6	74,4	101,8	39,75
PETUN	46,70	9,9	1,5	2.024	10,9	92,2	182,8	76,49
SAHOL	36,80	2,3	0,9	75.087	29,2	55,4	200,6	44,65
THYAO	109,70	3,7	0,8	151.386	21,9	75,8	515,6	57,39
YKBNK	9,81	2,1	0,7	82.866	11,1	80,3	224,9	40,14
Ortalama								56,02
XU100	4570,20							45,27
Fark								10,76

* BIST100 Endeksi'ne ilişkin teknik görünümdeki bozulma dolayısıyla, 14.11.2022 tarihli e-posta notunda belirtildiği üzere 2Ç22 Model Portföy 14.11.2022 tarihinde sonlandırılmıştır. 2Ç22 Model Portföy'de yer alan ALGYO, ANSGR, BIZIM, BUCIM, ESEN, GSDHO, HLGYO, PETUN, SAHOL, THYAO, YKBNK hisse senetlerinin teorik satış seviyeleri hesaplamasında 14.11.2022 kapanış fiyatları esas alınmış olup istatistik hesaplamaları söz konusu fiyatlar üzerinden yapılmıştır. 3Ç22 Model Portföy istatistik hesaplamalarında teorik alış fiyatları olarak 18.11.2022 kapanış fiyatları esas alınacaktır.

* 2Ç22 Model Portföy'de yer alan **GSDHO** hissesinin ilgili dönemdeki sermaye artırımına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Değer değişimi hesaplamasında düzeltilmiş fiyatlar esas alınmıştır.

Kod	Bedelsiz oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
GSDHO	122,22222	15.11.2022	16.11.2022

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.

Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. (AKSA): Şirket'in 3Ç22 dönemi net kârı yıllık %186, çeyreklik %129 artışla 813mn TL'lik piyasa beklentisini aşarak 983,3mn TL seviyesine ulaştı. Cari dönemde hâsılat yıllık %118, çeyreklik bazda %12'lik artışla 4,87mlr TL ile piyasa beklentisini aştı. Satışların maliyeti, tamamına yakınına oluşturan ilk madde ve malzeme giderlerindeki 1,65mlr TL'lik artıştan kaynaklı yıllık %100, çeyreklik bazda %10 yükselerek 3,59mlr TL oldu. Maliyet artışının oransal olarak hâsılatın altında kalması brüt kârı olumlu etkiledi. Brüt satış kârı yıllık %190, çeyreklik %18 artışla 1,27mlr TL düzeyinde gerçekleşti. Net faaliyet kârı (NFK) operasyonel performansın iyileştiğini göstermektedir. Hem esas faaliyet kârı hem de FAVÖK güçlü artış kaydetmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) 1,09mlr TL olmuştur. FAVÖK ise 1,12mlr TL'lik piyasa beklentisine karşılık 1,17mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Kâr marjları incelendiğinde; operasyonel performanstaki iyileşmenin etkisiyle yıllık marjlarda belirgin, çeyreklik bazda ise sınırlı yükselişler mevcuttur. 3Ç22 döneminde net kâr marjı yıllık 4,8 puan ve FAVÖK marjı ise 6 puan artışla %24,1 olmuştur. Yabancı para net finansal pozisyon açığı, EUR ve USD cinsi varlıklarındaki artışın etkisiyle 3,72mlr TL'den 2,69mlr TL'ye gelmiştir. Ayrıca, yabancı para net varlık pozisyonunun eksiden artıya geçmesi olumludur. Likidite oranlarında sınırlı yükselişler görülmekte olup daha makul seviyelere gelmiştir. Şirket'in kapasite kullanım oranı, Avrupa pazarındaki güçlü rakiplerinden birisinin faaliyetlerine son vermesiyle birlikte 2022/09 döneminde %96 seviyesine ulaşarak ciroyu desteklemesi olumludur. Güçlü operasyonel performansın ve marjlardaki iyileşmenin sürmesi, şirketin içinde bulunduğu sektöre kıyasla iskontolu fiyatlanıyor olmasını göz önünde bulundurarak Aksa Akrilik'e 3Ç22 Model Portföyümüzde yer vermeyi uygun gördük.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	4.866	4.363	12	4.866	2.233	118
SMM	3.593	3.282	9	3.593	1.794	100
Brüt satış kârı	1.273	1.081	18	1.273	439	190
Faaliyet Giderleri	156	123	27	156	67	131
Finansal Gelir/Gider	-163	-449	a.d.	-163	-25	a.d.
Esas Faaliyet Karı	1.093	898	22	1.093	385	184
FAVÖK	1.171	1.011	16	1.171	404	190
Ana Ortaklık Net Kar	983	430	129	983	344	186

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	26,2	24,8	1,4	26,2	19,7	6,5
EFK Marjı	22,5	20,6	1,9	22,5	17,3	5,2
FAVÖK Marjı	24,1	23,2	0,9	24,1	18,1	6,0
Net Kar Marjı	20,2	9,9	10,3	20,2	15,4	4,8

- 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.

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ALGYO): Şirket'in 3Ç22 dönemine ilişkin net kârı yıllık %158, çeyreklik %122 artarak 211,3mn TL'ye ulaştı. Tamamı kira gelirlerinden oluşan hâsılâtın yıllık %66 ve çeyreklik %590 artışla 103mn TL'ye yükselmesi net kârın temelini oluşturan önemli unsurlardan biri olarak öne çıkmaktadır. Aynı dönemde esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 111,1mn TL'ye yükselmesi büyük ölçüde artan kambiyo gelirlerinden kaynaklanmaktadır. Bu gelişme net kârdaki artışın ikinci önemli unsuru olmuştur. Böylelikle esas faaliyet kârı çeyreklik %120, yıllık %157 artarak 210,3mn TL'ye ulaşmıştır. Şirketin döviz pozisyonunun bir önceki çeyreğe kıyasla 682,3mn TL'den 779,6mn TL'ye yükselmesi olumludur. Şirketin yüksek likiditeye sahip ve dönen varlıklarının çoğunluğunun döviz cinsi olması, net borcunun bulunmaması ve ayrıca sektör ortalamalarına kıyasla iskontolu fiyatlanmasını pozitif yorumluyoruz. Genel değerlendirme kapsamında 3Ç22 finansallarının kısa-orta vadede hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olacağını düşünüyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	103	15	590	103	62	66
SMM	1	1	-4	1	0	129
Brüt satış karı	102	14	628	102	62	66
Faaliyet Giderleri	3	3	-15	3	1	156
Finansal Gelir/Gider	-0	-0	a.d.	-0	-0	a.d.
Esas Faaliyet Karı	210	96	120	210	82	156
FAVÖK	99	11	826	99	60	64
Ana Ortaklık Net Kar	211	95	122	211	82	158

- 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. (ANHYT): Şirket'in 3Ç22 dönemi net kârı çeyreklik %129, yıllık %136'lık artışla 324mn TL'de bulunan piyasa beklentisini aşarak 397,4mn TL'ye ulaştı. Şirket'in yatırım faaliyetlerinden (serbest portföyde takip edilen) elde ettiği gelirlerin yıllık %291 artarak 319,1mn TL'ye yükselmesi net kârdaki artışı açıklamaktadır. Yatırım gelirlerindeki yükselişin önemli kısmı finansal yatırım gelirlerinin (elde edilen, nakde çevrilerek elde edilen ve değerlenen) 70,5mn TL'den 210,8mn TL'ye yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca kambiyo kârlarının 46,8mn TL'ye ve diğer yatırımların 61mn TL'ye ulaşması net kâra olumlu yansımaktadır. Yatırım gelirlerindeki güçlü artışın yanı sıra yatırım giderlerinin 22,5mn TL'den 31,4mn TL'ye sınırlı artması oldukça pozitif bir görünüm ortaya koymaktadır. Şirket'in operasyonel kısmında net hayat teknik geliri yıllık %56 artarak 181,3mn TL'ye ulaştı. Net emeklilik teknik geliri ise yıllık %45 azalarak 30,7mn TL'ye geriledi. Böylece genel teknik bölüm dengesinin %22 artarak 210,1mn TL'ye yükselmesi yatırım gelir/gider dengesindeki pozitif görünümü desteklemektedir. Şirket'in 2022/09 dönemine ait prim üretimi önceki yılın aynı dönemine kıyaslandığında, hayat bölümünün %66'lık artışla 2,19mlr TL'ye yükseldiği görülmektedir. 3Ç22 bilanço gerçekleştirmeleri, EUR ve USD cinsi cari varlık artışına bağlı olarak nakit ve nakit benzerlerinin 477,4mn TL'den 768,5mn TL'ye yükseldiğini göstermektedir. Aynı nedene bağlı olarak 3Ç21'de 99,9mn TL olarak gerçekleşen yabancı para pozisyonu 310mn TL'ye yükseldi. 3Ç22 dönemi finansallarını, beklenti üstü net kâr artışı ve likit varlıklardaki güçlü seyri değerlendirdiğimizde pozitif olarak yorumluyor ve hisse senedi fiyatlanmasına kısa-orta vadede olumlu yansımaları düşünmüyoruz.

Ayen Enerji A.Ş. (AYEN): Şirket'in 3Ç22 dönemi net kârı yıllık %1.345, çeyreklik %74 artışla 615,9mn TL seviyesine ulaşmıştır. Net kârın güçlü performans göstermesinde hâsılatın yıllık bazda %547, çeyreklik %76'lık artarak 2,28mlr TL'ye yükselmesi etkili olmuştur. Satışların maliyeti yıllık %537, çeyreklik bazda %93 artarak 1,54mlr TL seviyesine ulaşmış, faaliyet giderlerindeki düşük görünüm devam etmiştir. Bu durum operasyonel performansa olumlu yansımış olup net faaliyet kârı (NFK) yıllık %568, çeyreklik %51 artarak 732,4mn TL'ye yükselmiştir. Hem esas faaliyet kârı hem de FAVÖK güçlü artış kaydetmiştir. 3Ç22 dönemi kâr marjları yıllık bazda incelediğinde net marjının 14,91 puan artarak %27'ye yükseldiği görülmekte olup marjlar güçlü performansı teyit etmektedir. Diğer faaliyet gelirlerinden destek bulan esas faaliyet kâr (EFK) marjı 16,87 puan artış ile %36,3'e yükselmiştir. Likidite oranları makul seviyelerde bulunan şirketin 2,27mlr TL'lik döviz açığı bulursa da yükümlülüklerinin yaklaşık yarısının uzun vadeli olması, makul seviyelerdeki likit aktifleri ve yüksek FAVÖK üretiminin önemli ölçüde dengeleyici olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in finansallarını bütünüyle ele aldığımızda performans artışının kârlılığa olumlu yansıdığını görmekteyiz. Marjlardaki yıllık bazda iyileşmenin yanı sıra dengeli borç kompozisyonu önem arz etmektedir. Şirket 3Ç22 finansalları ve faaliyet gösterdiği sektör çarpanlarına göre değerlendirildiğinde iskontolu fiyatlanmaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	2.281	1.299	76	2.281	352	547
SMM	1.536	796	93	1.536	241	537
Brüt satış karı	744	503	48	744	111	569
Faaliyet Giderleri	12	19	-36	12	2	602
Finansal Gelir/Gider	-74	-139	a.d.	-74	-23	a.d.
Esas Faaliyet Karı	827	510	62	827	68	1110
FAVÖK	793	557	42	793	139	472
Ana Ortaklık Net Kar	616	353	74	616	43	1345

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	32,6	38,7	-6,1	32,6	31,6	1,0
EFK Marjı	36,3	39,3	-3,0	36,3	19,4	16,9
FAVÖK Marjı	34,8	42,9	-8,1	34,8	39,4	-4,6
Net Kar Marjı	27,0	27,2	-0,2	27,0	12,1	14,9

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (BRISA): Şirket'in 3Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %225, çeyreklik %81 artarak 552,8mn TL ile piyasa beklentisini bir miktar aşmıştır. Cari dönem hâsılatı yıllık %137, çeyreklik %12 artışla 3,62mlr TL'ye ulaşarak 3,56mlr TL'lik piyasa beklentisini hafifçe aşmıştır. Brüt satış dağılımına bakıldığında; yurt içi satışların yıllık %134 artışla 2,44mlr TL, yurt dışı satışların ise yıllık %150 yükselişle 1,43mlr TL düzeyinde gerçekleşmesini olumlu buluyoruz. 2022 yılının ilk sekiz ayında Türkiye otomotiv pazarı önceki yılın aynı dönemine göre %7,5 daralarak 483,3 bin adet oldu. Buna karşın Şirket'in 2022/09 dönemi toplam satış adetlerini korumasını önemsiyoruz. 3Ç22 döneminde 2,57mlr TL'ye yükselen maliyetler yıllık ve çeyreklik artış oranı bakımından hâsılatın gerisinde kalmıştır. Bunun sonucunda brüt satış kârı yıllık %139, çeyreklik %21 artışla 1,05mlr TL olmuştur. Cari dönemde pazarlama giderlerinin öncülüğünde yükselen faaliyet giderleri yıllık %129, çeyreklik bazda ise %6 artışla 402,6mn TL düzeyinde gerçekleşirken net faaliyet kârı (NFK) operasyonel performansta bir miktar iyileşmeyi işaret etmektedir. Esas faaliyetlerden diğer net giderlerin cari dönemde 162,7mn TL'ye yükselmesi kârlılığı hafifçe baskılamaktadır. Şirket 3Ç22'de piyasa beklentisini aşarak 719,4mn TL'lik FAVÖK elde etmiştir. Kâr marjları önceki yılın aynı dönemine göre fazla değişmezken önceki çeyreğe göre incelendiğinde maliyet kontrolünden kaynaklı belirgin bir iyileşme görülmektedir. 3Ç22 finansallarını incelediğimizde operasyonel performansın önceki çeyreğe göre güçlenmesi ve cirodaki ihracat payının giderek artmasını pozitif yorumluyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	3.623	3.238	12	3.623	1.532	136
SMM	2.574	2.373	8	2.574	1.093	136
Brüt satış karı	1.049	865	21	1.049	439	139
Faaliyet Giderleri	403	380	6	403	176	129
Finansal Gelir/Gider	-59	8	a.d.	-59	-76	a.d.
Esas Faaliyet Karı	485	288	68	485	242	100
FAVÖK	719	560	29	719	323	123
Ana Ortaklık Net Kar	553	305	81	553	170	225

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	28,9	26,7	2,2	28,9	28,7	0,3
EFK Marjı	13,4	8,9	4,5	13,4	15,8	-2,4
FAVÖK Marjı	19,9	17,3	2,6	19,9	21,1	-1,2
Net Kar Marjı	15,3	9,4	5,8	15,3	11,1	4,1

Coca-Cola İçecek A.Ş. (CCOLA): 3Ç22 mali döneminde Şirket'in ana ortaklık net kârı, çeyreklik %48 ve yıllık %99'luk artışla 1,82mlr TL'ye yükseldi. Böylece net kâr 1,95mlr TL'de bulunan piyasa beklentisinin hemen altında gerçekleşti. Net kârdaki artışın esas unsuru, net satış gelirlerinin çeyreklik %19, yıllık %156 artarak piyasa beklentisi doğrultusunda 17,41mlr TL'ye yükselmesinden kaynaklanmaktadır. 3Ç22 dönemi net satışları miktar ve coğrafi dağılım olarak incelendiğinde toplam satış hacminin yıllık %7,5 artarak 468 milyon ünite kasaya ulaştığı görülmektedir. Yurt içi satışların %7,8 azalıp 179 milyon ünite kasaya gerilemesine karşın yurt dışı satışların %19,8 artarak 289 milyon ünite kasaya ulaşması ihracat gelirini desteklemektedir. 3Ç21'de ihracat gelirlerinin toplam hâsılat içerisindeki payı %57 olarak ölçülürken cari dönemde bu oran %63'e yükseldi. Şirket'in son beş yılın ilk dokuz ayına ait ihracat oranı ortalaması %58'de bulunurken 2022/09'da %64'ü aşması pozitif bir görünümü işaret etmektedir. 3Ç22'de maliyetlerin; yıllık bazda hâsılatın hafifçe fazla artması kârlılığı sınırlı baskılarken çeyreklik bazda hâsılatın gerisinde kalması kârlılığı bir miktar desteklemektedir. Özetle salt operasyonel marjların %20'nin hemen altındaki seyrini koruması pozitif bir görünüm sergilemektedir. Cari dönem net kâr marjı üzerinde en yüksek baskı artan vergi giderinden kaynaklanmaktadır. Küresel ölçekte artan finansman maliyetlerine karşın likidite oranlarında oldukça güçlü seyrin korunması önem arz etmektedir. Şirket'in piyasa çarpanları gıda sektörüne kıyasla bir miktar iskontoludur. 3Ç22 finansallarının kısa-orta vadede hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olacağını düşünüyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	17.413	14.694	19	17.413	6.794	156
SMM	11.519	10.032	15	11.519	4.366	164
Brüt satış karı	5.893	4.662	26	5.893	2.428	143
Faaliyet Giderleri	2.624	2.295	14	2.624	1.082	143
Finansal Gelir/Gider	-355	-325	a.d.	-355	-112	a.d.
Esas Faaliyet Karı	3.244	2.446	33	3.244	1.354	140
FAVÖK	3.729	2.830	32	3.729	1.615	131
Ana Ortaklık Net Kar	1.819	1.233	47	1.819	916	99

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	33,8	31,7	2,1	33,8	35,7	-1,9
EFK Marjı	18,6	16,6	2,0	18,6	19,9	-1,3
FAVÖK Marjı	21,4	19,3	2,2	21,4	23,8	-2,4
Net Kar Marjı	10,4	8,4	2,1	10,4	13,5	-3,0

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (EREGL): Şirket'in 3Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %49, çeyreklik %61 düşüşle 2,56mlr TL düzeyinde gerçekleşmesine karşın piyasa beklentisini aşmıştır. Cari dönemde hâsılat yıllık %101, çeyreklik %6 artarak 36,72mlr TL'ye ulaşmıştır. Piyasa beklentisi 32,7mlr TL'de bulunuyordu. Cari dönemde 31,7mlr TL'ye yükselen maliyetler oransal olarak hâsılatın üzerinde artarak brüt satış kârını baskılamıştır. Bu durumun etkisiyle brüt satış kârı yıllık %31, çeyreklik %52 düşüşle 5,03mlr TL olmuştur. Buna karşın FAVÖK 5,36mlr TL ile 4,26mlr TL'lik piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Kâr marjları incelendiğinde maliyet artışından dolayı yıllık ve çeyreklik marjlarda belirgin gerileme görülmektedir. Son beş yılın ilk dokuz aylık ortalamaları baz alındığında marjların bir miktar düşük gerçekleştiğini görüyoruz. Genel değerlendirme kapsamında beklenti üstü kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarının yanı sıra pozitif haber akışına dikkat çekiyoruz. Şirket hissesinin çarpan analizine göre oldukça iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	36.723	34.609	6	36.723	18.263	101
SMM	31.697	24.104	31	31.697	11.029	187
Brüt satış karı	5.026	10.504	-52	5.026	7.234	-31
Faaliyet Giderleri	635	539	18	635	251	153
Finansal Gelir/Gider	-243	-179	a.d.	-243	56	a.d.
Esas Faaliyet Karı	4.412	10.037	-56	4.412	6.986	-37
FAVÖK	5.365	10.851	-51	5.365	7.418	-28
Ana Ortaklık Net Kar	2.565	6.639	-61	2.565	5.003	-49

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	13,7	30,4	-16,7	13,7	39,6	-25,9
EFK Marjı	12,0	29,0	-17,0	12,0	38,3	-26,2
FAVÖK Marjı	14,6	31,4	-16,7	14,6	40,6	-26,0
Net Kar Marjı	7,0	19,2	-12,2	7,0	27,4	-20,4

- 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.

Koç Holding A.Ş. (KCHOL): Şirket'in 3Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %29, yıllık %384'lük artışla 16,12mlr TL'de bulunan beklentileri aşarak 19,86mlr TL'ye ulaştı. Net kârdaki artışın esas unsurunu hâsılâtın çeyreklik %12, yıllık %185 artarak 261mlr TL'ye yükselmesi oluşturmaktadır. Cari dönem finansallarını önceki yılın aynı dönemine göre kıyasladığımızda, ticari faaliyet gelirlerinin 73,75mlr TL'den 213,4mlr TL'ye, finans faaliyet gelirlerinin 17,9mlr TL'den 47,6mlr TL'ye yükselmesi hâsılâtındaki artışı açıklamaktadır. Kombine gelir dağılımına baktığımızda, enerji gelirlerinin önceki yılın aynı dönemine göre %239 artışla 217,91mlr TL ve otomotiv gelirlerinin ise %154'lük yükselişle 84,6mlr TL düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir. Net faaliyet kârının yıllık %361, çeyreklik %23 artışla 47,17mlr TL düzeyinde gerçekleşmesi operasyonel performansın iyileştiğini göstermektedir. Esas faaliyetlerden diğer net giderlerin 6,16mlr TL'ye ve net finansman giderinin 3,94mlr TL'ye yükselmesi cari dönem net kârı üzerinde sınırlı baskı yaratmaktadır. 3Ç22 kâr marjları incelediğinde, artan operasyonel performansa bağlı olarak hem çeyreklik hem de yıllık bazda iyileşme gerçekleştiği görülmektedir. 2022/09 dönemi kâr marjları son beş yılın ilk dokuz ayına ait ortalamanın oldukça üzerinde yer almaktadır. İlgili kıyaslamada en yüksek farkın (5,66 puan) net faaliyet kâr marjında (%16,41) olması salt operasyonel performanstaki iyileşmeyi teyit etmektedir. Şirket'in 3Ç22 döneminde beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşen net kârı, operasyonel performanstaki güçlü görünümü, şirket çarpanlarının sektöre göre iskontolu fiyatlanmasını olumlu bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	260.994	233.773	12%	260.994	91.650	185%
SMM	179.047	165.461	8%	179.047	62.775	185%
Brüt satış karı	63.398	54.625	16%	63.398	18.182	249%
Faaliyet Giderleri	16.227	16.216	0%	16.227	7.940	104%
Finansal Gelir/Gider	-3.941	-4.392	a.d.	-3.941	-2.532	a.d.
Esas Faaliyet Karı	41.012	31.696	29%	41.012	9.657	325%
FAVÖK	49.356	40.349	22%	49.356	11.590	326%
Ana Ortaklık Net Kar	19.860	15.449	29%	19.860	4.106	384%

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	24,3	23,4	0,9	24,3	19,8	4,5
EFK Marjı	15,7	13,6	2,2	15,7	10,5	5,2
FAVÖK Marjı	18,9	17,3	1,7	18,9	12,6	6,3
Net Kar Marjı	7,6	6,6	1,0	7,6	4,5	3,1

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL): Şirket'in 3Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık bazda %221 artışla 10,87mlr TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini aşmıştır. Cari dönemde hâsılat yıllık %177, çeyreklik bazda ise %26 artarak 64,72mlr TL'ye yükselmiştir. 3Ç22 döneminde önceki yılın aynı dönemine göre finans sektörü faaliyetlerinin 15,51mlr TL'den 46,25mlr TL'ye yükselmesi hâsılatındaki artışı büyük ölçüde açıklamaktadır. Ticari faaliyetlere ilişkin maliyetlerin öncülüğünde satılan malın maliyeti yıllık %141, çeyreklik bazda %21 artışla 14,82mlr TL oldu. Maliyet artışının oransal olarak hâsılatın altında kalması sonucunda brüt satış kârı yıllık %261, çeyreklik bazda ise %26 artarak 31,39mlr TL düzeyinde gerçekleşti. 3Ç22'de faaliyet giderleri, genel yönetim giderlerindeki artışın önemli etkisiyle yıllık %119, çeyreklik bazda ise %27 artarak 6,62mlr TL'ye yükseldi. Net faaliyet kârı yıllık %373, çeyreklik bazda ise %26 artarak 23mlr TL seviyesine ulaştı. Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider dengesi yıllık bazda kur farkı ve sigorta yatırımlarındaki artıştan kaynaklı %3385 yükselerek 1,7mlr TL ile esas faaliyet kârına olumlu yansımıştır. Çeyreklik bazda ise sigorta yatırımlarındaki gerilemenin etkisiyle %19'luk düşüş meydana gelmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) yıllık %402, çeyreklik bazda ise %22 yükselişle 24,7mlr TL olmuştur. Şirket 3Ç22 döneminde yıllık %334 artışla 23,9mlr TL'lik FAVÖK elde etmiştir. Kâr marjları çeyreklik bazda incelendiğinde faaliyet giderlerindeki yükseliş ve diğer net gelirlerdeki hafif düşüşün etkisiyle marjlar görece sınırlı gerilemiş ancak güçlü seviyeler korunmuştur. Yıllık marjlarda ise belirgin yükselişler mevcuttur. Şirket'in 3Ç22 döneminde beklenti üstü net kâr elde etmesi, maliyet artışının oransal olarak hâsılatın gerisinde kalması, yıllık marjlardaki belirgin iyileşme ve şirket çarpanlarının sektöre göre oldukça iskontolu fiyatlanmasını olumlu bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	64.715	51.271	26	64.715	23.370	177
SMM	14.818	12.287	21	14.818	6.151	141
Brüt satış karı	31.390	24.864	26	31.390	8.703	261
Faaliyet Giderleri	8.391	6.625	27	8.391	3.836	119
Finansal Gelir/Gider	-379	-257	a.d.	-379	-245	a.d.
Esas Faaliyet Karı	24.695	20.326	21	24.695	4.916	402
FAVÖK	23.891	19.036	26	23.891	5.507	334
Ana Ortaklık Net Kar	10.873	8.091	34	10.873	3.392	221

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	48,5	48,5	0,0	48,5	37,2	11,3
EFK Marjı	38,2	39,6	-1,5	38,2	21,0	17,1
FAVÖK Marjı	36,9	37,1	-0,2	36,9	23,6	13,4
Net Kar Marjı	16,8	15,8	1,0	16,8	14,5	2,3

Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş. (SELEC): Şirket'in 3Ç22 dönemi net kârı yıllık %331, çeyreklik %100 artışla 742,2mn TL ile piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti. Cari dönemde piyasa beklentisini aşan hâsılat yıllık %75, çeyreklik bazda ise %15 artarak 11,56mlr TL'ye ulaştı. 3Ç22 dönemi brüt satışların dağılımını incelediğimizde yurt içi satışların yıllık %76 artışla 11,71mlr TL, yurt dışı satışların ise %67'lik yükselişle 30,6mn TL düzeyinde gerçekleştiğini görmekteyiz. Faaliyet konusu ilaç üreten firmalar ile eczaneler arasında dağıtım kanalı olarak ecza depoculuğu yapan Şirket'in yılın üçüncü çeyreğinde pazar payı TL bazında 44,09mlr TL, kutu bazında ise 831,6 bin adet olmuştur. 3Ç22 döneminde 10,1mlr TL'ye ulaşan maliyetler yıllık ve çeyreklik bazda oransal artış bakımından hâsılatın gerisinde kalarak brüt satış kârını olumlu etkilemiştir. Brüt kâr yıllık %219, çeyreklik %66 artışla 1,48mlr TL olmuştur. 3Ç22'de yıllık %370, çeyreklik %116 yükselişle 937,6mn TL'ye ulaşan net faaliyet kârı operasyonel performansın güçlendiğine işaret etmektedir. Cari dönemde pazarlama grubunun personel gideri öncülüğünde artan faaliyet giderleri yıllık %105 ile hâsılatın üzerinde artarak 539,5mn TL oldu. Şirket 3Ç22 döneminde 661mn TL'de bulunan piyasa beklentisine karşın 962,6mn TL'lik FAVÖK elde etmiştir. Kâr marjları incelendiğinde operasyonel performanstaki güçlenmeyle yıllık ve çeyreklik marjlarda belirgin yükseliş görülmektedir. Net borcu olmayan Şirket'in 631,8mn TL düzeyinde nakit ve nakit benzeri varlığı bulunmaktadır. 3Ç22 finansalları incelendiğinde faaliyet giderlerindeki artışa dikkat çekmekle birlikte marjlardaki iyileşme, beklenti üstü kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarını pozitif olarak değerlendiriyoruz. Güçlü mali performansın, sektör çarpanlarına göre oldukça iskontolu fiyatlanan Şirket'in hisse senedi fiyatına olumlu yansıtacağını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	11.564	10.076	15	11.564	6.592	75
SMM	10.087	9.186	10	10.087	6.129	65
Brüt satış karı	1.477	890	66	1.477	463	219
Faaliyet Giderleri	539	456	18	539	263	105
Finansal Gelir/Gider	-45	-16	a.d.	-45	-2	a.d.
Esas Faaliyet Karı	959	462	107	959	178	440
FAVÖK	963	457	110	963	220	338
Ana Ortaklık Net Kar	742	371	100	742	172	331

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	12,8	8,8	3,9	12,8	7,0	5,8
EFK Marjı	8,3	4,6	3,7	8,3	2,7	5,6
FAVÖK Marjı	8,3	4,5	3,8	8,3	3,3	5,0
Net Kar Marjı	6,4	3,7	2,7	6,4	2,6	3,8

Şok Marketler Ticaret A.Ş. (SOKM): Şirket'in 3Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı önceki yılın aynı dönemine göre %908, önceki çeyreğe göre ise %239 artarak 431mn TL'de bulunan piyasa beklentisinin oldukça üstünde 1,2mlr TL'ye ulaşmıştır. Piyasa beklentisini aşan net kârdaki artışın temel nedenini oluşturan hâsılat; yıllık bazda %137, çeyreklik bazda da %27 arttı ve 17,01mlr TL seviyesine yükseldi. Satışların maliyeti hem yıllık hem de çeyreklik kıyaslamada hâsılatla paralel artış sergiledi. Ayrıca pazarlama giderleri öncülüğünde artan faaliyet giderleri de yıllık ve çeyreklik bazda hâsılatın bir miktar üzerinde gerçekleşti. Pazarlama kalemindeki bu artışın önemli kısmını personel giderlerindeki yükseliş oluşturmaktadır. Karşılık giderlerindeki artışın etkisi ile esas faaliyetlerden diğer gelir/gider dengesi 111,1mn TL'den 127mn TL'ye yükselmiştir. Böylece esas faaliyet kârı 3Ç22 dönemine göre %176 oranında artarak 883mn TL olmuştur. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklı net gelirler, cari dönemde azalan faiz gelirlerinin etkisiyle 34,31mn TL'den 21,48mn TL'ye gerilemiş net karı sınırlı etkilemiştir. Şirket'in elde ettiği FAVÖK önceki yılın aynı dönemine göre %103 artarken önceki çeyreğe göre %19 artarak beklentilere paralel gerçekleşti. Finansman net giderleri yıllık bazda 198mn TL'den 327mn TL'ye yükselerek kârlılığı baskılayan unsurlardan biri oldu. Finansman giderlerindeki yükseliş, alt kalemlerden olan kiralama yükümlülükleri faiz gideri ve POS nakit tahsilât giderlerinden kaynaklanmaktadır. Nakit ve nakit benzerlerini önceki çeyreğe göre kıyasladığımızda vadeli mevduatlardaki azalışın etkisi ile 1,15mlr TL'den 635mn TL'ye gerilediğini görmekteyiz. Bu durum, makul seviyelerin altında seyreden likidite oranlarında sınırlı da olsa bozulmanın sürmesine neden olmuştur. Şirketin piyasa çarpanlarını değerlendirdiğimizde sektör ortalamalarının altında fiyatlandığını görüyoruz. 3Ç22 döneminde beklentilerin üzerinde ciro ve oldukça üzerinde net kar getiren ve sektöre kıyasla iskontolu fiyatlanan Şok Marketler hissesine Model Portföyümüzde yer vermediyi uygun gördük.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	17.098	13.349	28	17.098	7.212	137
SMM	13.012	10.214	27	13.012	5.533	135
Brüt satış karı	4.086	3.134	30	4.086	1.679	143
Faaliyet Giderleri	3.076	2.303	34	3.076	1.247	147
Finansal Gelir/Gider	-327	-265	a.d.	-327	-198	a.d.
Esas Faaliyet Karı	883	726	22	883	320	176
FAVÖK	1.308	1.099	19	1.308	646	103
Ana Ortaklık Net Kar	1.195	353	239	1.195	119	908

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	23,9	23,5	0,4	23,9	23,3	0,6
EFK Marjı	5,2	5,4	-0,3	5,2	4,4	0,7
FAVÖK Marjı	7,6	8,2	-0,6	7,6	9,0	-1,3
Net Kar Marjı	7,0	2,6	4,3	7,0	1,6	5,3

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in 3Ç22 dönemi net kârı çeyreklik %196, yıllık %331'lik artışla 24,23mlr TL'de bulunan piyasa beklentisini aşarak 27,12mlr TL'ye ulaştı. Net kârdaki artış, temel olarak hâsılâtın piyasa beklentileri doğrultusunda çeyreklik %51, yıllık %274 artarak 108,54mlr TL'ye yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Hâsılâtın önemli kısmını oluşturan yolcu gelirleri yıllık %350 artarak 90,91mlr TL'ye yükselmiştir. Ayrıca coğrafi dağılımda hâsılâtın önemli kısmı yurt dışı gelirlerden (98,4mlr TL) meydana gelmektedir. Yurt dışı gelirlerinin coğrafi bölge bazlı gruplandırmada birbirine yakın bir büyüme kaydetmesi pozitif bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Şirket'in 2022/09 dönemi trafik sonuçları pandemi öncesi 2019/09 dönemine kıyaslandığında; toplam yolcu sayısının 53,9 milyon kişi ve yolcu doluluk oranının %79,7 ile sınırlı oranda geride kaldığı görülmektedir. 2022/09 döneminde ortalama birim maliyetin yıllık %85 artarak 1.154 USD/Ton'a yükselmesi önem arz etmektedir. Buna karşın 3Ç22'de maliyetlerin hem çeyreklik hem de yıllık artış oranı bakımından hâsılâtın gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımaktadır. Böylece salt operasyonel performansa dair fikir veren net faaliyet kârı çeyreklik %202, yıllık %332'lik güçlü artışla 25,69mlr TL'ye ulaşmıştır. Net finansman gelirinin 173mn TL'den 2,57mlr TL'ye yükselmesi kârlılığı destekleyen bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Cari dönem kâr marjları incelendiğinde; net kâr marjının %25 seviyesine ulaşarak pozitif bir görünüm ortaya koyduğu ve net faaliyet kâr marjının %23,7'ye yükselerek operasyonel performanstaki artışı işaret ettiği görülmektedir. Şirket'e ait piyasa çarpanlarının gösterge endeks (BIST100) ile sektöre göre iskontolu olmasını ve 3Ç22 finansallarını pozitif olarak değerlendirmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	108.537	71.969	51	108.537	29.033	274
SMM	75.084	56.908	32	75.084	20.584	265
Brüt satış karı	33.453	15.061	122	33.453	8.449	296
Faaliyet Giderleri	7.761	6.553	18	7.761	2.500	210
Finansal Gelir/Gider	2.572	143	1699	2.572	173	1387
Esas Faaliyet Karı	25.141	8.685	189	25.141	6.164	308
FAVÖK	34.161	15.649	118	34.161	9.680	253
Ana Ortaklık Net Kar	27.118	9.155	196	27.118	6.291	331

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	30,8	20,9	9,9	30,8	29,1	1,7
EFK Marjı	23,2	12,1	11,1	23,2	21,2	1,9
FAVÖK Marjı	31,5	21,7	9,7	31,5	33,3	-1,9
Net Kar Marjı	25,0	12,7	12,3	25,0	21,7	3,3

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. (TOASO): Şirket'in 3Ç22 dönemi net kârı yıllık %255, çeyreklik %10 artarak 2,06mlr TL ile piyasa beklentisinin üzerinde performans göstermiştir. Net kârdaki artış esas itibarıyla satış gelirlerinin yıllık %186, çeyreklik %4'lük artışla 16,02mlr TL'ye yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, 387,7mn TL tutarındaki ertelenmiş vergi geliri de net kârı desteklemiştir. Yurt içi satış gelirleri yıllık %195 artarak 7,23mlr TL seviyesine ve yurt dışı satışları %175 artışla 8,42mlr TL'ye yükselmiştir. Otomotiv Distribütörleri Derneği (ODD) verilerine göre yurt içinde otomobil ve hafif ticari araç satışları 2022/09 döneminde yıllık %6,7 daraldı. Aynı dönemde Şirket'in iç piyasadaki otomobil ve hafif ticari araç satışları yıllık %10,3 artarak 98.755 adet olmuştur. Adet bazında artan satışların sektör rakamlarının üzerinde gerçekleşmesi pozitif görünümü desteklemektedir. Maliyetler 3Ç22'de yıllık %179, çeyreklik %3 artarak 13,11mlr TL oldu. Maliyetler hem yıllık hem de çeyreklik bazda satışların gerisinde kalarak brüt kâra olumlu yansımıştır. 3Ç22'de FAVÖK 2,51mlr TL'de bulunan piyasa beklentisini aşarak 2,68mlr TL'ye yükselmiştir. 3Ç22 dönemi kâr marjları yıllık bazda incelendiğinde vergi gelirlerindeki artıştan destek bulan net kâr marjının 2,47 puan artarak %12,9'a ulaştığı görülmektedir. Şirket'in çeyreklik bazda artan EUR cinsi varlıklarının etkisiyle nakit ve nakit benzerleri 6,44mlr TL'den 8,58mlr TL'ye artarken YP pozisyonu -2,66mlr TL'den -472mn TL'ye gelmiştir. 2022/06 itibarıyla 1,75mlr TL seviyesindeki net borç pozisyonu cari dönemde 810,5mn TL net nakit fazlasına dönüşmüştür. Şirket'in 472mn TL döviz açığı bulunmasına karşın döviz kurundaki ve faiz oranındaki dalgalanmalardan oluşabilecek risk Stellantis Grup tarafından üstlenilmiştir. 3Ç22 döneminde beklentilerin üzerinde gerçekleşen operasyonel performans, kâr marjlarındaki istikrarlı seyir ve likit varlıklardaki pozitif seyri göz önünde bulundurduğumuzda kısa-orta vadede hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olabileceğini düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	16.022	15.415	4	16.022	5.595	186
SMM	13.109	12.733	3	13.109	4.703	179
Brüt satış karı	2.991	2.751	9	2.991	950	215
Faaliyet Giderleri	669	556	20	669	271	147
Finansal Gelir/Gider	-339	-114	a.d.	-339	-169	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2.233	1.987	12	2.233	760	194
FAVÖK	2.682	2.571	4	2.682	975	175
Ana Ortaklık Net Kar	2.059	1.876	10	2.059	581	255

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	18,7	17,8	0,8	18,7	17,0	1,7
EFK Marjı	13,9	12,9	1,0	13,9	13,6	0,4
FAVÖK Marjı	16,7	16,7	0,1	16,7	17,4	-0,7
Net Kar Marjı	12,9	12,2	0,7	12,9	10,4	2,5

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS): Şirket'in 3Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %9, yıllık %1.007 artarak 11,55mlr TL ile 7,98mlr TL'lik beklentiyi aştı. 3Ç22'de hâsılâtın çeyreklik %11, yıllık %263 artışla 127,49mlr TL'lik beklentileri geride bırakarak 150,61mlr TL'ye yükselmesi net kârdaki artışı açıklamaktadır. Cari dönemde yurt içi brüt satışlar 120,81mlr TL'ye, yurt dışı brüt satışlarda 31,68mlr TL'ye yükseldi. 3Ç22'de maliyetler 131mlr TL'ye yükselse de artış oranı bakımından yıllık bazda hâsılâtın gerisinde kalarak brüt kâra olumlu yansımaktadır. Maliyetlerdeki yükselişin esas nedeni kullanılan hammadde ve sarf malzemelerindeki artış oldu. Önemli kısmı nakliye, depolama ve sigorta giderlerinden oluşan faaliyet giderlerinin çeyreklik bazda gerileyerek ve yıllık bazda da cirodaki artış oranının oldukça altında artarak 1,99mlr TL olarak gerçekleşmesi kârlılığı desteklemektedir. Salt operasyonel performansa ilişkin görünümü sergileyen net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %11,6, yıllık %626 artışla 17,51mlr TL olarak gerçekleşti. Şirket'in cari dönemde elde ettiği 17,78mlr TL'lik FAVÖK'ün 14,74mlr TL'lik piyasa beklentilerini aşması iyileşen operasyonel performansı teyit etmektedir. Kambiyo gelir/giderlerindeki değişimin etkisiyle esas faaliyetlerden diğer net giderlerin 3,78mlr TL'ye yükselmesi net kârı baskılamaktadır. Mevduatlarda oluşan kur farkı karları nedeniyle finansman net giderlerindeki azalış ise kârlılığı desteklemektedir. 3Ç22 kâr marjları bir önceki çeyreğe göre korunurken yıllık bazda güçlü artışları pozitif değerlendiriyoruz. 3Ç22 bilanço kalemleri çeyreklik bazda incelendiğinde nakit ve nakit benzerlerinin 37,23mlr TL'den 40,09mlr TL'ye yükseldiği görülmektedir. Yoldaki mallardaki azalışın öncü etkisiyle stoklar 46,9mlr TL'den 35,17mlr TL'ye gerilemiştir. Dönen varlık tarafındaki bu gelişmelerin neticesinde likidite oranlarında bir miktar yükseliş gerçekleşmesi olumludur. Şirket'in 3Ç22 dönemi finansallarını; beklenti üstü gerçekleşen sonuçlar ve güçlü operasyonel performansın bu çeyrekte de sürmesini göz önünde bulundurarak oldukça pozitif olarak değerlendirmekteyiz. Şirket ayrıca sektöre kıyasla oldukça iskontolu fiyatlanmaktadır. Bu sebeplerden dolayı TUPRS hissesine 3Ç22 Model portföyümüzde yer vermeyi uygun bulduk.

- 16 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç22	2Ç22	% Değ.	3Ç22	3Ç21	% Değ.
Net Satışlar	150.609	135.785	11	150.609	41.493	263
SMM	131.111	118.048	11	131.111	38.276	243
Brüt satış karı	19.498	17.737	10	19.498	3.217	506
Faaliyet Giderleri	1.989	2.047	-3	1.989	806	147
Finansal Gelir/Gider	-796	-1.332	a.d.	-796	-1.310	a.d.
Esas Faaliyet Karı	13.734	12.159	13	13.734	2.293	499
FAVÖK	17.779	15.887	12	17.779	2.652	570
Ana Ortaklık Net Kar	11.554	10.611	9	11.554	1.043	1007

Oranlar (%)	3Ç22	2Ç22	Fark	3Ç22	3Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	12,9	13,1	-0,1	12,9	7,8	5,2
EFK Marjı	9,1	9,0	0,2	9,1	5,5	3,6
FAVÖK Marjı	11,8	11,7	0,1	11,8	6,4	5,4
Net Kar Marjı	7,7	7,8	-0,1	7,7	2,5	5,2

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 dayanarak 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

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

Arif Tekin Seğmen
Araştırma Uzmanı
02123953213

arif.segmen@piramitmenkul.com.tr

Ahmet Ökmen
Araştırma Uzmanı
02123953251

ahmet.okmen@piramitmenkul.com.tr

