

## MODEL PORTFÖY 4Ç22

31.03.2023

Piramit Menkul Kıymetler 4Ç22 model portföyünde **ALGYO, ASELS, BIMAS, COLA, ENJSA, KCHOL, MPARK, ORGE, OZKGY, PETUN, SAHOL, THYAO, TOASO, TUPRS** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 31 Mart 2023 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

**4Ç22 Model Portföy döneminde söz konusu olabilecek siyasi belirsizlikten kaynaklı risk unsuru göz önünde bulundurularak temkinli pozisyonlanma ve kademeli alım önermekteyiz.**

Kod	31.03.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
ALGYO	63,95	1,5	0,7	4.118	-2,0	-23,7	81,9
ASELS	51,95	9,9	3,0	118.446	-5,9	-16,4	116,3
BIMAS	148,70	11,1	3,6	90.291	9,1	8,6	80,9
COLA	203,70	12,0	2,6	51.815	6,6	-0,3	77,1
ENJSA	27,40	2,2	1,5	32.361	-14,7	-24,0	81,7
KCHOL	76,50	2,8	1,3	193.996	0,9	-6,5	101,8
MPARK	71,00	9,1	8,2	14.771	-8,3	-21,3	134,3
ORGE	22,08	5,7	2,7	1.766	3,8	-16,7	219,1
OZKGY	12,22	0,9	0,5	8.896	-16,0	-40,4	189,6
PETUN	54,50	7,3	0,8	2.362	-4,4	-25,6	144,3
SAHOL	39,56	1,8	0,8	80.718	-9,2	-12,2	135,5
THYAO	118,50	3,4	0,9	163.530	-17,5	-15,9	267,3
TOASO	186,70	10,9	8,3	93.350	12,6	16,5	147,9
TUPRS	530,10	3,6	2,2	145.913	-3,8	7,7	166,2

- 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.

### 3Ç22 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	31.03.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	18.11.2022 Kapanışa Göre Getiri (%)
AKSA	71,80	6,8	4,0	23.245	-21,6	-21,9	71,2	-8,88
ALGYO	63,95	1,5	0,7	4.118	-2,0	-23,7	81,9	-9,16
*ANHYT	15,94	5,1	2,0	6.854	-8,3	-26,4	32,3	-5,42
AYEN	26,44	4,6	1,8	7.337	-9,5	-33,3	98,0	-32,89
*BRISA	47,22	7,3	4,4	14.408	-13,9	-15,1	75,4	3,65
CCOLA	203,70	12,0	2,6	51.815	6,6	-0,3	77,1	18,09
EREGL	35,40	6,9	1,1	123.900	-19,7	-14,2	9,1	-4,07
*KCHOL	76,50	2,8	1,3	193.996	0,9	-6,5	101,8	24,26
SAHOL	39,56	1,8	0,8	80.718	-9,2	-12,2	135,5	8,68
SELEC	31,78	8,3	3,1	19.735	-18,8	-21,5	172,4	24,33
SOKM	28,98	7,2	6,0	17.194	13,5	3,6	125,0	25,67
THYAO	118,50	3,4	0,9	163.530	-17,5	-15,9	267,3	11,16
*TOASO	186,70	10,9	8,3	93.350	12,6	16,5	147,9	54,55
*TUPRS	530,10	3,6	2,2	145.913	-3,8	7,7	166,2	34,08
<b>Ortalama</b>								<b>10,29</b>
<b>XU100</b>	4812,93							<b>6,32</b>
<b>Fark</b>								<b>3,97</b>

\*3Ç22 Model Portföy'de yer alan **ANHYT, BRISA, KCHOL, TOASO, TUPRS** hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemelerine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Getiri hesaplamasına temettü ödemeleri dâhil edilmiş olup yukarıdaki tablodaki değer değişimleri temettü ödemelerine göre düzeltilmiş fiyatlarla hesaplanmıştır.

Kod	Net Dağıtım Oranı (%)	Hak Kullanım Tarihi	Nakit Ödeme Tarihi
ANHYT	104,65116	28.03.2023	30.03.2023
BRISA	324,00	29.03.2023	31.03.2023
KCHOL	155,97	27.03.2023	29.03.2023
TOASO	540,00	21.03.2023	23.03.2023
TUPRS	4087,09674	10.03.2023	14.03.2023

**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 4Ç22 dönemi net kârı çeyreklik bazda %1.019, yıllık %132 artışla 2,36mlr TL'ye yükseldi. 2022/12 döneminde elde edilen net kâr önceki yıla kıyasla %118 artarak 2,75mlr TL'ye ulaştı. 4Ç22 hâsılatı mevsimselliğin etkisiyle önceki çeyreğe göre 103mn TL'den 11,3mn TL'ye gerilemiştir. Buna karşın 2022/12 dönemi hâsılatı 122mn TL'den 141,3mn TL'ye çıkmıştır. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değer artışı ve bir miktar kambiyo kârının etkisiyle esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 4Ç22'de 2,32mlr TL'ye ulaşması net kâr artışını açıklamaktadır. Ayrıca diğer net gelirler 2022/12'de 2,59mlr TL ile net kârın tamamına yakınına oluşturmaktadır. Net nakit fazlasına sahip olan Şirket'in yüksek likiditesi ve dönen varlıklarının çoğunlukla yabancı para cinsi olmasını pozitif değerlendiriyoruz. Bu bağlamda, yüksek likiditeye sahip olan Şirket, uzun vadeli hedefleri çerçevesinde güçlü varlık portföyüne eklemek üzere uygun yatırım fırsatlarını araştırmaya devam etmektedir. Zira 2021'in son çeyreğinde varlık portföyüne dâhil edilen Bodrum'daki otel yatırımının yenileme çalışması sürmekte olup tesisin 2025 yılından itibaren düzenli gelir üretmeye başlaması beklenmektedir. Güçlü varlık pozisyonu ile GYO'lar arasında öne çıkan Şirket, ayrıca, 29.08.2022 tarihli yönetim kurulu kararı ile 1mn TL nominal değerli payların azami fon tutarı 37mn TL olacak şekilde geri alınmasına yönelik pay geri alım programı başlatmıştır. Mevcut durumda 354 bin lot pay geri alımı yapılmış olup kullanılan fon 21,3mn TL'dir.

**Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş. (ASELS):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %213, yıllık %53,5 artarak 6,12mlr TL'ye ulaşarak, piyasanın medyan beklentisi 4,33mlr TL'yi aştı. Net kârdaki yıllık artışın temel nedenini beklenti üstü açıklanan hâsılâtın 17,55mlr TL'ye yükselmesi oluşturdu. 2022/12 döneminde yurt içi satışlar yıllık %63 artarak 29,4mlr TL'ye, yurt dışı satışlar ise %176'lık artışla 6,2mlr TL'ye ulaştı. 4Ç22 döneminde maliyetler net satışlara görece sınırlı artarak 11,21mlr TL olarak gerçekleşti. Maliyetlerin görece net satışların altında artması brüt kara pozitif yansımıştır. Brüt kar 4Ç22 döneminde yıllık %95, çeyreklik %213 artarak 6,34mlr TL'ye ulaştı. 2022/12 döneminde ise şirketin ürettiği brüt kar 2021/12 dönemine kıyasla %77 artarak 11,78mlr TL'ye yükseldi. Şirket'in cari dönemde elde ettiği FAVÖK, piyasa beklentisi 4,44mlr TL'yi aşarak 5,37mlr TL'ye yükseldi. Maliyet ile faaliyet giderlerindeki artışın çeyreklik ve yıllık bazda oransal olarak hâsılâtın altında kalması operasyonel kar marjlarını olumlu etkilemiştir. Şirket'in son çeyrek finansallarını beklenti üstü ciro, FAVÖK ve net karı göz önünde bulundurarak pozitif olarak yorumluyoruz. Sözleşmeli proje tutarı 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla 8,2mlr USD olan Aselsan'ın bilanço tarihinden sonra imzalanan sözleşmelerinin tutarı 255mn USD'dir. Şirketin bakiye siparişlerinin %12,9'u yurtdışı sözleşmelerinden kaynaklanmaktadır. Harcamalarının %59'u TL bazında olan şirketin bakiye siparişlerinin %77'si yabancı para (EUR, USD) cinsindedir. Şirket, 2023 yılında ciroda %40, FAVÖK'de %24 üzeri artış beklerken 10mlr TL yatırım harcaması öngörmektedir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	17.553	6.887	155	17.553	9.847	78
SMM	11.212	4.864	131	11.212	6.598	70
Brüt satış karı	6.341	2.023	213	6.341	3.248	95
Faaliyet Giderleri	1.150	768	50	1.150	346	232
Finansal Gelir/Gider	-740	-445	a.d.	-740	-2.018	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	5.267	2.054	156	5.267	6.107	-14
FAVÖK	5.365	1.402	283	5.365	3.029	77
Ana Ortaklık Net Kâr	6.124	1.956	213	6.124	3.990	53

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	36,13	29,37	6,8	36,13	32,99	3,1
EFK Marjı	30,01	29,83	0,2	30,01	62,02	-32,0
FAVÖK Marjı	30,57	20,35	10,2	30,57	30,76	-0,2
Net Kâr Marjı	34,89	28,41	6,5	34,89	40,52	-5,6

**Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %427, çeyreklik %90 artarak 3,36mlr TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşirken hâsılat beklentiye paralel olarak yıllık %121, çeyreklik %11 artışla 45,39mlr TL olmuştur. Mağaza açılış trendindeki yüksek seyir korunmakta olup mağaza sayısı 2022 yılında %9,7 (1.021 adet) artarak 11.510 adede ulaşmıştır. Ortalama günlük konsolide ziyaretçi sayısı %18 artarak 5,8 milyona yükselmiştir. Maliyetler hem son çeyrekte hem de yılın tamamında oransal olarak hâsılatın hafifçe üzerinde artmıştır. FAVÖK 4Ç22 döneminde piyasa beklentisini aşarak 3,95mlr TL seviyesinde gerçekleşirken yılın tamamında 11,87mlr TL olmuştur. Kâr marjlarında, büyük ölçüde operasyonel giderler ve yatırım maliyetlerindeki artışa bağlı olarak sınırlı bir düşüş olsa da uzun vadeli finansal istikrarın korunduğunu düşünmekteyiz. Net kâr marjlarındaki artış trendi sürmekte olup 2022/12 döneminde %5,52 seviyesinde gerçekleşerek son beş yıllık ortalamayı yaklaşık 1,2 puan aşmıştır. Brüt kâr ve FAVÖK marjları sırasıyla %18,13 ve %8,03 ile uzun vadeli ortalamalara paralel gerçekleşmiştir. Şirket'in şubat ayında açıkladığı azami fon tutarı 750mn TL olmak üzere pay geri alım programı bulunmakta olup halihazırda 110,2mn TL tutarında alım yapılmıştır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	45.393	41.026	11	45.393	20.576	121
SMM	37.053	33.779	10	37.053	16.474	125
Brüt satış karı	8.340	7.247	15	8.340	4.102	103
Faaliyet Giderleri	5.161	5.048	2	5.161	2.375	117
Finansal Gelir/Gider	-365	-269	a.d.	-365	-33	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	3.143	2.303	37	3.143	981	220
FAVÖK	3.949	2.865	38	3.949	2.226	77
Ana Ortaklık Net Kâr	3.364	1.775	89	3.364	639	427

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	18,37	17,66	0,7	18,37	19,94	-1,6
EFK Marjı	6,92	5,61	1,3	6,92	4,77	2,2
FAVÖK Marjı	8,70	6,98	1,7	8,70	10,82	-2,1
Net Kâr Marjı	7,41	4,33	3,1	7,41	3,10	4,3

**Coca-Cola İçecek A.Ş. (COLA):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı, piyasanın 381,5mn TL'lik beklentisini aşarak 649,1mn TL'ye yükseldi. Aynı dönemde hâsılat 12,76mlr TL'ye ulaşarak beklentilerin hafifçe üzerinde yer aldı. 2022 yılının tamamında elde edilen net kâr önceki yıla kıyasla %91 artışla 4,33mlr TL oldu. 2022/12'de 53,53mlr TL'ye ulaşan hâsılatın 19,51mlr TL'si yurt içi operasyonlardan ve 34,14mlr TL'si ihracat gelirlerinden oluşmaktadır. 2022 yılında satış gelirlerindeki ihracat payı %64 olmuştur. Şirket'in 2013 yılından bu yana ihracat payını istikrarlı bir şekilde arttırdığı görülmektedir. Satışlar adet bazında incelendiğinde, yurt içi satışların (%2,8 artış) 597 milyon ünite kasaya ve yurt dışı satışların (%23,2 artış) 979 milyon ünite kasaya ulaştığı görülmektedir. 2022 yılı satış hacmindeki büyümenin itici gücü uluslararası operasyonlar olmuştur. Coca-Cola İçecek, Asya kıtasında yer alan on farklı ülkede 10 bini aşan çalışanla faaliyet göstermektedir. 2022/12'de satışların maliyeti oransal bakımdan hâsılatın fazlası artmış ve 36,16mlr TL'ye yükselmiştir. Ayrıca 2021 yılında 224,7mn TL'lik net finansman geliri gerçekleştirirken 2022'de 1,32mlr TL'lik net finansman gideri kaydedilmiştir. Net kâr marjı yıllık bazda 2,3 puan azalarak %8,1'e ve net faaliyet kâr marjı (NFK) 0,4 puan azalarak %15,6'ya gerilese de son beş yıllık ortalamaların üzerinde kalması olumludur. 2021 yılı sonunda 4,14mlr TL olan nakit ve nakit benzerleri 2022 yılı bitiminde 14,01mlr TL'ye yükselmiştir. Ayrıca, yabancı para (YP) net finansal durum pozisyonundaki bozulmaya karşın net YP varlık fazlası 971,9mn TL'den 3,11mlr TL'ye yükselmiştir. Küresel finansman maliyetlerinin yükselmeye devam ettiği 2022 yılı döneminde likidite oranlarının bir miktar iyileşmesi önem arz etmektedir. Küresel yavaşlama ve resesyon beklentilerinin yüksek olmasına karşın Şirket'in operasyonel performansını korumaya devam etmesini pozitif olarak yorumluyoruz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	12.758	17.413	-27	12.758	5.564	129
SMM	8.783	11.519	-24	8.783	3.631	142
Brüt satış karı	3.975	5.893	-33	3.975	1.933	106
Faaliyet Giderleri	2.609	2.624	-1	2.609	1.346	94
Finansal Gelir/Gider	-431	-355	a.d.	-431	243	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	988	3.244	-70	988	520	90
FAVÖK	1.870	3.729	-50	1.870	912	105
Ana Ortaklık Net Kâr	649	1.819	-64	649	231	181

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	31,16	33,84	-2,7	31,16	34,74	-3,6
EFK Marjı	7,75	18,63	-10,9	7,75	9,35	-1,6
FAVÖK Marjı	14,66	21,41	-6,8	14,66	16,38	-1,7
Net Kâr Marjı	5,09	10,45	-5,4	5,09	4,16	0,9

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Enerjisa Enerji A.Ş. (ENJSA):** Şirket'in 4Ç22 dönemi net kârı yıllık %1458, çeyreklik ise %910 artarak 12,12mlr TL ile 8,71mlr TL'lik beklentinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. 4Ç22'de 12,53mlr TL'lik ertelenmiş vergi geliri net kârı desteklemiştir. 2022 yılının tamamında elde edilen net kâr önceki yılın aynı dönemine göre %535'lik artışla 14,50mlr TL'ye ulaşmıştır. Yılın tamamında ise hâsılat yıllık %156 yükselerek 84,45mlr TL seviyesinde gerçekleşti. 2022/12 dönemi hâsılatı incelendiğinde; en büyük satış gelirini oluşturan perakende satışlar yıllık %196 artışla 59,34mlr TL, bir diğer önemli satış geliri olan dağıtım geliri ise %96 artarak 24,87mlr TL'ye ulaşmıştır. 4Ç22 döneminde 664mn TL esas faaliyetlerden diğer net gelirin oluşması kârlılığı desteklemektedir. Esas faaliyet kârı (EFK) %100 artışla 2,99mlr TL'ye yükseldi. Yılın tamamında ise %85'lik artışla 8,35mlr TL'ye ulaştı. 2022 yılı operasyonel kâr marjları bir miktar gerilemiştir. Zira perakende elektrik fiyatlarındaki yükseliş maliyetlerin hâsılattan fazla artmasına neden olmuştur. Amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin yeniden değerlemesi net kâr marjı üzerinde etkili olmuş ve 10,3 puan artışla %17,2'ye yükselmesinde esas etken olmuştur. 2022/09 itibarıyla 1,71mlr TL'de bulunan nakit ve nakit benzerlerinin 2022 sonunda vadeli mevduatlardaki artışın etkisiyle 8,37mlr TL'ye çıkması likidite pozisyonunda iyileşmeyi getirmiştir. Aynı dönemde net borç pozisyonundaki gerileme de pozitifdir. Şirket'in döviz yükümlülüklerinin artması dolayısıyla yabancı para (YP) net finansal durum pozisyonunda bozulma görülmekte olup türev ürünlerin kullanımıyla YP net varlık pozisyonu açık vermemiştir. Şirket'in orta vadeli beklentilerine göre faaliyet gelirlerinin 2022-2025 yılları arasında %30-40'lık yıllık bileşik büyüme oranıyla (YBBO) artması hedeflenmektedir. Şirket'in piyasa çarpanlarını değerlendirdiğimizde, benzerlerine göre oldukça iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz.

- 7 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	24.007	24.325	-1	24.007	12.635	90
SMM	18.796	20.165	-7	18.796	9.887	90
Brüt satış karı	5.211	4.160	25	5.211	2.748	90
Faaliyet Giderleri	2.882	1.897	52	2.882	1.147	151
Finansal Gelir/Gider	-1.810	-633	a.d.	-1.810	-369	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	2.992	2.233	34	2.992	1.497	100
FAVÖK	2.493	2.403	4	2.493	1.732	44
Ana Ortaklık Net Kâr	12.122	1.201	910	12.122	778	1457

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	21,71	17,10	4,6	21,71	21,75	-0,0
EFK Marjı	12,46	9,18	3,3	12,46	11,85	0,6
FAVÖK Marjı	10,39	9,88	0,5	10,39	13,71	-3,3
Net Kâr Marjı	50,49	4,94	45,6	50,49	6,16	44,3

**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.

**Koç Holding A.Ş. (KCHOL):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik bazda %40, yıllık %381 artışla 27,78mlr TL'ye ulaşarak piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. 4Ç22'de hâsılat bir önceki çeyreğe göre sınırlı düşerken yıllık bazda %107 artışla 254,98mlr TL oldu. Yılın tamamında (2022/12) net kâr önceki yıla göre %360 artarak 69,81mlr TL'ye ve hâsılatı %160 artarak 901,86mlr TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in 2022/12 dönemi net kârına en büyük katkısı finans sektörü 31,66mlr TL (%589 artış) ile yapmaktadır. Ardından 19,03mlr TL (%1.036 artış) ile enerji sektörü ve 16,34mlr TL (%133 artış) ile otomotiv sektörü gelmektedir. 2022/12 dönemi hâsılatının 733,87mlr TL'lik (%168 artış) kısmı ticari faaliyetlerden elde edilirken 167,99mlr TL'lik (%130 artış) kısmı finans sektörü faaliyetlerinden sağlanmıştır. 2022/12 hâsılatının önemli kısmı ticari faaliyetlerden oluşmasına karşın brüt kâr içerisindeki payı %55 olmuştur. Finans sektörü ise brüt kârın %45'lik kısmını oluşturmuştur. Ticari kısım hâsılatının 539,66mlr TL'si (%196 artış) yurt içi satışlardan ve 194,21mlr TL'si (%113 artış) yurt dışı satışlardan elde edilmiştir. Şirket'in 2022/12 kâr marjları son beş yıllık ortalamaların önemli ölçüde üzerinde bulunmaktadır. Yıllık trend incelendiğinde Şirketin temel operasyonel performansının güçlendiğini ve marjlarını istikrarlı bir şekilde artırdığını görmekteyiz. 2022'de yapılan 40,5mlr TL kombine yatırım ile son 5 yıllık toplam tutar 86mlr TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 2022 yılında yaklaşık 6,8mlr TL Ar-Ge yatırımı yapılmıştır. Şirket'in 4Ç22 döneminde beklenti üstü net kâr elde etmesi, marjlardaki iyileşme ve şirket çarpanlarının sektöre göre hafifçe iskontolu fiyatlanmasını olumlu bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	254.985	260.994	-2	254.985	123.079	107
SMM	179.448	197.596	-9	179.448	90.309	99
Brüt satış karı	75.537	63.398	19	75.537	32.770	131
Faaliyet Giderleri	23.725	16.227	46	23.725	11.434	107
Finansal Gelir/Gider	-4.808	-3.941	a.d.	-4.808	-226	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	46.829	41.012	14	46.829	7.721	507
FAVÖK	54.167	49.356	10	54.167	22.932	136
Ana Ortaklık Net Kâr	27.784	19.860	40	27.784	5.776	381

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	29,62	24,29	5,3	29,62	26,63	3,0
EFK Marjı	18,37	15,71	2,7	18,37	6,27	12,1
FAVÖK Marjı	21,24	18,91	2,3	21,24	18,63	2,6
Net Kâr Marjı	10,90	7,61	3,3	10,90	4,69	6,2

- 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.



**MİP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %26, yıllık %363 artışla 294mn TL'lik piyasa beklentisini aşarak 580,8mn TL'ye ulaştı. Hâsılat beklentiler doğrultusunda çeyreklik %19, yıllık %68 artarak 2,94mlr TL'ye yükseldi. 2022 yılının tamamında elde edilen net kâr %458 artışla 1,62mlr TL ve hâsılat %70 artışla 9,84mlr TL oldu. 2022/12 hâsılatı hasta tipine göre incelendiğinde, yurt içi hasta hâsılatının 7,78mlr TL'ye (%59 artış) ve yabancı sağlık turizmi hâsılatının 1,75mlr TL'ye (%146 artış) ulaştığı görülmektedir. Türkiye'nin sağlık turizminde önde gelen ülkelerden olması ve şirketin güçlü marka bilinirliği bu alanda büyüme beklentilerini güçlendiren bir unsurdur. Şirketin farklı gelir gruplarını hedefleyen üç ayrı konseptle (Medical Park, VM Medical Park ve Liv Hospital) hizmet çeşitlendirmesine gitmesini etkin ciro büyümesini destekleyen bir unsur olarak görmekteyiz. Bu bağlamda yurt içi yatan hasta hâsılatının (%52 artış) ayakta hasta hâsılatına (%68 artış) yakın büyümesi olumludur. Son yıllarda tamamlayıcı sağlık sigortalı kişi sayısındaki güçlü artış da şirket gelirlerini pozitif etkileyen bir diğer etken olarak öne çıkmaktadır. Diğer yan iş kolları gelirleri de 179mn TL'den 304mn TL'ye artmış, bu artış, üniversite hastanelerinden ve Azerbaycan Bakü'de işletmesi alınan Liv Bona Dea Hospital'den elde edilen yönetim danışmanlığı gelirlerinden kaynaklanmıştır. Şirket, Türkiye ve yurt dışında büyük ve orta ölçekli hastanelerle büyüme stratejisi doğrultusunda 2022 yılının Temmuz ayında Liv Hospital Bona Dea Hastanesi'nin, Kasım ayında Medical Park Adana ve Medical Park Seyhan Hastaneleri'nin açılışı ile hastane ağını genişletirken, hastane portföy optimizasyonu kapsamında Tarsus, Elazığ ve Sentez Hastaneleri'nin devredilmesi ile sağlanan nakit girişi sayesinde borçluluğunu azaltmıştır. Net borç/FAVÖK oranı 2021'de 1,5x'iken, 2022'de güçlü nakit akışı ve düşük performans gösteren hastanelerin devredilmesiyle elde edilen nakit girişinin yardımıyla 0,9x'e gerilemiştir. 2022/12 döneminde devredilen hastaneler hariç olarak bakıldığında toplam hâsılat %91, FAVÖK %90, net kâr ise %485 artmıştır. Bu değerler, 2022 yılında gerçekleştirilen hastane portföy optimizasyonunun gelecek dönem finansalları üzerinde yaratacağı pozitif etkinin ipuçlarını vermektedir. 4Ç22'de üretilen FAVÖK piyasa beklentisini aşarak 713,3mn TL'ye yükselmiştir. Beklentileri aşan 4Ç22 bilanço rakamlarını pozitif olarak değerlendirmekteyiz. Ek olarak; şirket 25.05.2022 tarihinde başlattığı pay geri alım programı çerçevesinde düzenli olarak pay geri alımlarını sürdürmektedir. Pay geri alım programı kapsamında kullanılacak azami fon tutarı 650mn TL, azami geri alınacak pay adedi şirket çıkarılmış sermayesinin %10'u fiili dolaşımdaki payların ise %30'una denk gelen 20,80mn'dur. Hali hazırda yaklaşık 10mn adet pay 59,1 TL ağırlıklı ortalama fiyatla geri alınmıştır. Pay geri alım programının sona erdirilmesi planlanan tarih 25.05.2023'dür.

- 9 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	2.944	2.476	19%	2.944	1.756	68%
SMM	2.054	1.749	17%	2.054	1.248	65%
Brüt satış karı	890	726	23%	890	508	75%
Faaliyet Giderleri	303	243	25%	303	247	23%
Finansal Gelir/Gider	-226	-105	a.d.	-226	-225	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	548	506	8%	548	256	114%
FAVÖK	713	590	21%	713	359	99%
Ana Ortaklık Net Kâr	581	462	26%	581	125	363%

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	30,24	29,34	0,9	30,24	28,95	1,3
EFK Marjı	18,62	20,42	-1,8	18,62	14,58	4,0
FAVÖK Marjı	24,23	23,82	0,4	24,23	20,44	3,8
Net Kâr Marjı	19,73	18,65	1,1	19,73	7,14	12,6

**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.

**Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş. (ORGE):** Şirket'in 4Ç22 net çeyrek dönem net kârı yıllık %184, çeyreklik %146 artarak 138,8mn TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde hâsılat yıllık %98, çeyreklik %20 artışla 226,1mn TL'ye yükselerek piyasa beklentisinin yaklaşık %51 üzerinde olmuştur. Yılın tamamında (2022/12) net kâr bir önceki yıla göre %198 artışla 309,6mn TL olurken hâsılat %133 artışla 719,7mn TL seviyesine yükselmiştir. İnşaat ve taahhüt işlerinde, Rusya-Ukrayna savaşının da etkisiyle emtia, enerji ve malzeme maliyetleri artmış, oynaklığın etkisiyle arz sürekliliği sağlanamamış ve özellikle konut taahhüdünde büyüme sınırlı kalmıştır. Buna karşın Şirket, raylı sistem projeleri başta olmak üzere kamusal yatırımlar ve artan yenilenebilir enerji yatırımlarıyla güçlü büyüme ivmesi yakalamıştır. 2022/12 döneminde Şirket'in tarihinin en fazla proje sayısı ve büyüklüğü ile faaliyet gösterilmiştir. 2022, Şirket'in raylı sistemlerde aynı anda en fazla sayıda ihale kazandığı ve faaliyette bulunduğu yıl olmuştur. 2022 sonu itibarıyla toplam altı metro hattı projesinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu olan taahhüt satış gelirleri 2022/12'de 522,4mn TL'ye (%125 artış) ulaşırken malzeme satış gelirleri 197,2mn TL (%158 artış) ile hâsılatı önemli katkı sağlamıştır. Maliyetlerin hem son çeyrekte hem de yılın tamamında oransal olarak hâsılatıdan daha az artış kaydetmesinin temel finansal performansı olumlu etkilediğini görmekteyiz. FAVÖK 4Ç22 döneminde yıllık %179 artışla 93,8mn TL'ye yükselerek piyasa beklentisini önemli ölçüde geride bırakmıştır. FAVÖK artış performansı yılın son çeyreğinde ve tamamında oransal olarak hâsılatın üzerindedir. Şirket'in güçlü maliyet kontrolünün kâr marjlarına belirgin bir şekilde yansıdığı görülmektedir. 2022/12 döneminde net kâr 9,4 puan artışla %43 olmuştur. Brüt kâr marjı 6,3 puan artışla %42,4, FAVÖK marjı 6,4 puan artışla %40,1 seviyesine yükselmiştir. Net çeyreklik marjlarda da çeyreklik ve yıllık bazda önemli artışlar mevcuttur. Önemli altyapı projeleri ve güçlü finansal performansı dikkat çeken Şirket'in elektrik taahhüt şirketleri arasında öne çıktığını düşünmekteyiz. Ayrıca, Şirket, pay geri alımı için 20mn TL tutarındaki azami tutarı şubatta 40mn TL'ye artırmıştır. 29.03.2023 itibarıyla geri alınan payların tutarı 7,5mn TL civarındadır.

- 10 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	226	189	20%	226	114	98%
SMM	126	106	19%	126	78	61%
Brüt satış karı	100	83	20%	100	36	178%
Faaliyet Giderleri	6	5	28%	6	3	146%
Finansal Gelir/Gider	-0	-6	a.d.	-0	8	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	97	80	21%	97	14	600%
FAVÖK	94	78	20%	94	34	179%
Ana Ortaklık Net Kâr	139	56	146%	139	49	184%

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	44,11	43,89	0,2	44,11	31,42	12,7
EFK Marjı	42,79	42,31	0,5	42,79	12,09	30,7
FAVÖK Marjı	41,46	41,43	0,0	41,46	29,43	12,0
Net Kâr Marjı	61,38	29,92	31,5	61,38	42,79	18,6

**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.

**Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (OZKGY):** Şirket 4Ç22 döneminde 3,73milyar TL ile önceki yılın aynı dönemine kıyasla %26 daha fazla, çeyreklik bazda %32,6 daha az net kâr elde etmiştir. Net satışlar yıllık %32,4, çeyreklik %12 artışla 717,04milyar TL olmuştur. Konut ve ofis satışlarından kaynaklı gelir 2022 yılında, bir önceki yıla göre %110 artarak 2,6milyar TL olmuştur. Kira geliri ise %140 artışla 323,5milyar TL'ye yükselmiştir. Stok tarafında tamamına yakını Büyükyalı ve Göktürk projelerinden kaynaklı kısa vadeli stoklarda olmak üzere 603,4milyar TL düşüş mevcuttur. Maliyetler hem yıllık hem de çeyreklik bazda oransal olarak satışlardan daha sert gerilemiş olup brüt kârdaki artışı desteklemiştir. Karlılığa etkisi sınırlı olup düşük seyreden faaliyet giderlerinde sınırlı artış gözlenmiştir. 2022 yılı genelinde esas faaliyetlerden diğer net gelir bir önceki yıla göre %220 artışla 7,99milyar TL'ye ulaşmıştır. Net finansman gelirlerinde ise çeyreklik, yıllık ve yıl geneli artışlar gözlenmiştir. Kâr marjları incelendiğinde, net kâr marjı 2022/12 döneminde %355 ile önceki yıla göre 115 puan artmıştır. FAVÖK marjı ise önceki yıla göre 15 puan artış göstermiştir. EFK marjı 4Ç22'de yıllık 23, çeyreklik 362 puan gerilemesine karşın yıl genelinde 109 puan artarak %339,2 olmuştur. Brüt kâr marjı, 4Ç22'de maliyetlerdeki düşüşün etkisiyle yıllık ve çeyreklik olarak iyileşerek %105,1 seviyesine çıkmıştır. Kar marjlarını genel olarak değerlendirdiğimizde; yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışlarının karlılığa etkisinin yanı sıra operasyonel performansın da gücünü koruduğunu görmekteyiz. Şirket'in yabancı para pozisyonu, USD ve EUR cinsi varlıklardaki düşüşün etkisiyle son çeyrekte 1,33milyar TL'den 700,8milyar TL seviyesine gerilemiştir. Genel değerlendirme kapsamında; 2022 yılında önemli kısmı yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değer artışlarından oluşan esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki 5,34milyar TL'lik artış net kardaki artışın ana sebebi olarak öne çıkmıştır. Piyasa beklentisinin bir miktar altında gerçekleşen ciroya karşın piyasa beklentilerinin üzerindeki FAVÖK ve net kârı pozitif değerlendiriyor ve hâlihazırda defter değerinin oldukça altında (PD/DD: 0,54) fiyatlanmakta olan OZKGY hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 11 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	717	640	12%	717	541	32%
SMM	-37	251	a.d.	-37	184	a.d.
Brüt satış karı	754	389	94%	754	357	111%
Faaliyet Giderleri	58	20	183%	58	29	98%
Finansal Gelir/Gider	160	40	305%	160	141	14%
Esas Faaliyet Kârı	3.558	5.493	-35%	3.558	2.815	26%
FAVÖK	697	369	89%	697	329	112%
Ana Ortaklık Net Kâr	3.726	5.532	-33%	3.726	2.955	26%

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	105,15	60,82	44,3	105,15	65,95	39,2
EFK Marjı	496,25	858,13	-361,9	496,25	519,87	-23,6
FAVÖK Marjı	97,19	57,64	39,6	97,19	60,82	36,4
Net Kâr Marjı	519,69	864,30	-344,6	519,69	545,84	-26,2

**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.

**Pınar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş. (PETUN):** Şirket'in 4Ç22 dönemi net kârı çeyreklik bazda %238, yıllık %231 artışla 191,5mn TL oldu. Hâsılat ise çeyreklik %4 azalırken yıllık %88 arttı ve 592mn TL olarak gerçekleşti. 2022 yılının tamamında elde edilen net kâr %142 artışla 325,5mn TL'ye ve hâsılat %90 artışla 2,12mlr TL'ye ulaştı. Pınar Et, gerçekleştirdiği üretimle 2022 yılında 8 kategoride toplam 525 ürün sunarken hâsılatın tamamına yakını yurt içinden sağlamıştır. Ürün grupları bazındaki satışlar içerisindeki en büyük payı %70,4 ile yine şarküteri ürünleri aldı. 2022'de maliyetler 1,73mlr TL'ye yükselse de oransal bakımdan hâsılatın daha az artması kârlılığa olumlu yansımıştır. Ayrıca Şirket'in; YBP, Çamlı Yem, Desa Enerji ve Pınar Foods iştiraklerin kârlarındaki payının 151mn TL'ye yükselmesi kârlılığı destekleyen bir diğer unsur olarak öne çıkmaktadır. Böylece 2022'de kâr marjlarının tümünde artış gerçekleşmiştir; net kâr marjı 3,3 puan artışla %15,4'e, esas faaliyet kâr (EFK) marjı 0,4 puan artışla %9,5'e ve brüt kâr marjı 2 puan artışla %18,6'ya yükselmiştir. Kâr marjları son beş yıllık ortalamaların üzerindedir. Şirket'in net borç pozisyonunun 2022 yılı sonu itibarıyla 366,2mn TL'ye yükseldiği görülmekte olup esasen TL cinsi kısa vadeli banka kredilerinden kaynaklanmaktadır. Yayımlanan son finansallar Şirket'in hem 4Ç22 hem de 2022/12'de sağlıklı bir büyüme kaydettiğini işaret etmektedir. Ayrıca, hisse senedinin piyasa çarpanları açısından sektöre kıyasla iskontolu fiyatlandığını da dikkate alarak 4Ç22 Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	592	615	-4%	592	315	88%
SMM	482	487	-1%	482	266	81%
Brüt satış karı	113	123	-9%	113	51	120%
Faaliyet Giderleri	61	54	14%	61	30	105%
Finansal Gelir/Gider	-21	-27	a.d.	-21	-15	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	47	69	-32%	47	31	54%
FAVÖK	60	79	-23%	60	27	122%
Ana Ortaklık Net Kâr	192	57	238%	192	58	231%

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	19,04	20,06	-1,0	19,04	16,30	2,7
EFK Marjı	7,97	11,28	-3,3	7,97	9,76	-1,8
FAVÖK Marjı	10,20	12,76	-2,6	10,20	8,63	1,6
Net Kâr Marjı	32,35	9,22	23,1	32,35	18,38	14,0

**Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik bazda %53, yıllık %221 artarak 16,61mlr TL'ye ulaştı. Böylece net kâr 10,57mlr TL'de bulunan piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın tamamında (2022/12) ise net kâr bir önceki yıla kıyasla %264 artarak 43,83mlr TL'ye ulaşmıştır. Cari dönemde hâsılat yıllık %174, çeyreklik bazda ise %24 artarak 80,05mlr TL'ye yükselmiştir. Hâsılatı 2022 yılının tamamında ise yıllık %166 artışla 234,48mlr TL olmuştur. 2022/12 dönemi hâsılatının 166,31mlr TL'lik (%189 artış) kısmı finans sektörü faaliyetlerden elde edilirken 68,17mlr TL'lik (%123 artış) kısmı ticari faaliyetlerinden sağlanmıştır. Ticari faaliyetlerden kaynaklı satış gelirlerinin 59,27mlr TL'si (%116 artış) yurt içi satışlardan ve 11,17mlr TL'si ise (%167 artış) yurt dışı satışlardan oluşmaktadır. 4Ç22'de maliyetler hâsılatı paralel artarak 40,78mlr TL'ye ulaşmıştır. Ancak, 2022/12'de maliyetlerin ve faaliyet giderlerinin hâsılatı oranla sınırlı kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. 2022/12'de net faaliyet kârı (NFK) yıllık %282 artarak 81,82mlr TL ile operasyonel performansta güçlenmeyi işaret etmiştir. 2022/12 esas faaliyet kârı (EFK) yıllık %286 yükselerek 87,07mlr TL olup diğer gelirlerin önemli bir kısmı sigortaların teknik kâra aktarılan yatırım gelirlerinden kaynaklıdır. FAVÖK 4Ç22 ve 2022/12 dönemlerinde oransal olarak hâsılatın üzerinde gerçekleşerek sırasıyla 29,87mlr TL ve 85,30mlr TL olmuştur. 4Ç22 dönemi kâr marjları önceki yıla yakın seyretmekte olup güçlü görünüm korunmuştur. 2022/12 dönemi operasyonel kâr marjlarında ise maliyet kontrolünden kaynaklı belirgin bir iyileşme görülmektedir. Cari yılda net kâr marjı %18,7 ile EFK marjı %37,1 seviyelerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise %36,4 olmuştur. Beklentilerin oldukça üzerinde açıklanan net kâr ve yılın tamamında iyileşen operasyonel performansı olumlu buluyoruz. Ayrıca, hisse piyasa çarpan analizine göre sektör ortalamalarından oldukça iskontolu fiyatlanmaktadır.

- 13 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	80.053	64.715	24	80.053	29.222	174
SMM	17.668	14.818	19	17.668	7.817	126
Brüt satış karı	39.276	31.390	25	39.276	14.464	172
Faaliyet Giderleri	10.462	8.391	25	10.462	4.775	119
Finansal Gelir/Gider	-801	-379	a.d.	-801	-574	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	29.809	24.695	21	29.809	10.615	181
FAVÖK	29.875	23.891	25	29.875	10.285	190
Ana Ortaklık Net Kâr	16.613	10.873	53	16.613	5.175	221

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	49,06	48,50	0,6	49,06	49,50	-0,4
EFK Marjı	37,24	38,16	-0,9	37,24	36,32	0,9
FAVÖK Marjı	37,32	36,92	0,4	37,32	35,20	2,1
Net Kâr Marjı	20,75	16,80	4,0	20,75	17,71	3,0

**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.

**Türk Hava Yolları A.O. (THYAO):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı 6,2mlr TL'lik piyasa beklentisini aşarak yıllık %351 artışla 8,94mlr TL'ye ulaştı. Hâsılat ise beklentiler doğrultusunda 88,05mlr TL oldu. 2022/12 dönemi net kârı %478 artarak 47,43mlr TL'ye ve hâsılatı %220 artarak 311,17mlr TL'ye yükseldi. Şirket'in 305,71mlr TL hava taşımacılığı gelirinin 243,91mlr TL'si yolcu geliri ve 61,25mlr TL'si kargo gelirinden oluşmuştur. Yolcu ve kargo gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde tüm bölgelerde artış gerçekleştiği ve Avrupa'nın 91,85mlr TL gelir ile ilk sırada yer aldığı görülmektedir. 2022/12 dönemi trafik sonuçları, toplam yolcu sayısının 71,82 milyon kişiye ulaştığını ancak pandemi öncesi 2019/12 dönemine kıyasla %3,3 geride olduğunu göstermektedir. Buna karşın taşınan kargo-posta miktarı pandemi dönemine göre %8,7 artarak 1,68 milyon tona ulaşmıştır. Şirket'in uçak sayısı 350'den 394'e ve uçulan şehir sayısı 318'den 337'ye yükselmiştir. 2022/12'de maliyet ve faaliyet gideri içindeki akaryakıt payı %41 ile son beş yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır. Zira 2021'de 71USD olan ortalama petrol varil fiyatı 2022'de 101USD'ye yükseldi. Şirket'in ortalama birim maliyeti de 663 USD/Ton'dan 1.144 USD/Ton'a sert yükseliş kaydetti. 4Ç22'de maliyet ve faaliyet giderleri oransal bakımdan hâsılatan fazla artmış ve kârlılığı bir miktar baskılamıştır. Ancak yılın tamamında her iki gider kaleminin de hâsılatan az arttığı ve bir önceki yıla göre finansal performansın arttığı görülmektedir. 4Ç22'de devlet teşvikindeki artışın etkisiyle Şirket'in yatırım faaliyetleri geliri 2,37mlr TL'ye yükselmiş ve kâra olumlu yansımıştır. Kâr marjları incelendiğinde 2022/12'de genel bir artış görülmektedir; net kâr marjı 6,8 puan artarak %15,2'ye ve net faaliyet kâr marjı 2,5 puan artarak %15,3'e yükselmiştir. 2022/12'de kârlılığın artması, likidite oranlarının makul seviyelerde seyrini sürdürmesi ve trafik sonuçlarının pandemi öncesi döneme yaklaşmasını olumlu değerlendirmekteyiz. Defter değerinin altında işlem gören THYAO hisse senedinin, çarpan analizine göre iskontolu olduğunu düşünmekteyiz. Ayrıca Şirket, 14.02.2023 tarihli yönetim kurulu kararı ile 69mn TL nominal değerli payların azami fon tutarı 9mlr TL olacak şekilde geri alınmasına yönelik pay geri alım programı başlatmıştır. Mevcut durumda 2.054.826 lot pay geri alımı yapılmış olup kullanılan fon henüz 272,4mn TL'dir.

- 14 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	88.049	108.537	-19	88.049	36.860	139
SMM	68.110	75.084	-9	68.110	27.387	149
Brüt satış karı	19.939	33.453	-40	19.939	9.473	110
Faaliyet Giderleri	8.447	7.761	9	8.447	3.273	158
Finansal Gelir/Gider	-6.600	2.572	a.d.	-6.600	-5.324	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	12.691	25.141	-50	12.691	6.719	89
FAVÖK	20.627	34.161	-40	20.627	11.277	83
Ana Ortaklık Net Kâr	8.936	27.118	-67	8.936	1.981	351

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	22,65	30,82	-8,2	22,65	25,70	-3,1
EFK Marjı	14,41	23,16	-8,7	14,41	18,23	-3,8
FAVÖK Marjı	23,43	31,47	-8,0	23,43	30,59	-7,2
Net Kâr Marjı	10,15	24,99	-14,8	10,15	5,37	4,8

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. (TOASO):** Şirket'in 4Ç22 dönemi net kârı yıllık 3,50mlr TL'ye yükselerek 2,72mlr TL'de bulunan piyasa beklentisini aşmıştır. Bir önceki yılın aynı döneminde 1,22mlr TL, önceki çeyrekte 2,06mlr TL net kâr elde edilmişti. Yılın tamamında oluşan 8,56mlr TL'lik net kâr bir önceki yıla göre %161 artmıştır. 4Ç22 döneminde yıllık %133 artarak 23,47mlr TL'ye ulaşan hâsılat yılın tamamında 65,55mlr TL'ye ulaşmış, %121 ile son beş yılın açık ara en yüksek büyüme oranını kaydetmiştir. 2022 hâsılatını oluşturan yurt içi satışlar yıllık %139 yükselişle 34,04mlr TL, yurt dışı satışlar ise %107'lik artışla 29,9mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022/12'de Türkiye'nin toplam otomobil satışları yıllık %5,5 artarak 592,7 bin adet olurken Şirket'in satışları aynı dönemde %14 yükselişle 270,3 bin adet olmuştur. 2022/12 dönemi Türkiye otomotiv üretimi adet bazında bir önceki yıla kıyasla %6 artarak 1,35 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. Tofaş'ın üretimi aynı dönemlerde yıllık %16 artışla 263,7 bin adede ulaşmıştır. Şirket'in hem üretim hem de satış adetlerinin artış oranı bakımından sektörün üzerinde olması olumludur. 2023 yılı için üretim ve satış beklentisi sırasıyla 155-165 bin adet ile 215-235 bin adet düzeylerinde bulunmaktadır. 2022 yılında Avrupa otomobil pazarında yarı iletken malzeme tedarikinde yaşanan aksaklıklara bağlı olarak üretimdeki yavaşlama ile önceki yıla göre %4 daralma görülmüştür. Buna karşın Tofaş'ın ihracat adetlerinde yıllık %8 artış kaydedilmiş ve 2022 yılı toplam ihracat adedi 121,5 bin olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında satışların maliyetinin %123 ile hâsılatın fazla artarak 53,54mlr TL'ye yükselmesi kârlılığı bir miktar baskılamıştır. 2022 yılında 11,27mlr TL'ye ulaşan FAVÖK, son 10 yılda istikrarlı bir artış kaydetmektedir. 2022 yılı operasyonel kâr marjları önceki yıla yakın seyretmiş olup maliyetlerdeki artış sınırlı düşüşte rol oynamıştır. Buna karşın operasyonel kâr marjları son on yıl ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın tamamında net kâr marjı %13,1, net faaliyet kâr marjı %14,9 ve FAVÖK marjı %17,2 olmuştur. Beklenti üstü ciro, FAVÖK ve net kâr kaydedilmesini, üretim ve satış adetlerinin artış oranı bakımından sektörün üzerinde gerçekleşmesini önemsiyoruz. Stellantis ile yapılan anlaşmanın Tofaş'ın yurt içi pazarındaki büyüme hedefine önemli katkısı olacağını düşünmekteyiz. Zira, Tofaş'ın Stellantis şirketinin Türkiye haklarını satın almasının hemen ardından 2022 yılında yurt içi binek araç pazar payı bir önceki yıla göre %31,8 artış kaydetmiştir. Ayrıca, bu birleşmenin yurt içi pazarda rekabet avantajını artırmasının yanı sıra yeni projeler ve ürün çeşitliliğinin orta vadede Tofaş üzerinde etki yaratacağını öngörmekteyiz.

- 15 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	23.474	16.022	47	23.474	10.078	133
SMM	18.765	13.109	43	18.765	7.359	155
Brüt satış karı	4.812	2.991	61	4.812	2.780	73
Faaliyet Giderleri	965	669	44	965	440	119
Finansal Gelir/Gider	67	-339	a.d.	67	-392	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	3.422	2.233	53	3.422	1.786	92
FAVÖK	4.278	2.682	59	4.278	2.732	57
Ana Ortaklık Net Kâr	3.498	2.059	70	3.498	1.217	187

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	20,50	18,67	1,8	20,50	27,58	-7,1
EFK Marjı	14,58	13,94	0,6	14,58	17,72	-3,1
FAVÖK Marjı	18,22	16,74	1,5	18,22	27,10	-8,9
Net Kâr Marjı	14,90	12,85	2,1	14,90	12,07	2,8

**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.

**Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS):** Şirket'in 4Ç22 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %52, yıllık %1.135 artışla 13,77mlr TL'lik piyasa beklentisini aşarak 17,59mlr TL'ye ulaştı. 2022 yılı (2022/12) net kârı ise önceki yıla kıyasla %1.074 artarak 41,04mlr TL'ye yükseldi. Hâsılat 4Ç22'de çeyreklik %23 azalışa karşın yıllık %104 artarak 116,03mlr TL oldu. 2022 yılı hâsılatı önceki yıla göre %216 artışla 481,76mlr TL'ye yükseldi. 2022 yılı brüt satış gelirlerinin 397,3mlr TL'lik (%230 artış) kısmı yurt içi satışlardan ve 91,29mlr TL'lik (%167 artış) kısmı ihracat gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket'in 2022/12 dönemi rafinaj satışları bir önceki yıla göre %6,8 artışla 29,5 milyon tona ulaşarak son 5 yıllık ortalamayı (28,1 milyon ton) aşmıştır. Şirket'in aynı dönemde rafinaj üretim miktarı ise yıllık %3,8 artışla 26,1 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2023 yılı üretim ve satışların sırasıyla 24-25 milyon ton ve 28-29 milyon ton aralığında gerçekleşmesi öngörülmektedir. Satışların maliyeti hem 2022 yılının son çeyreğinde (96,56mlr TL) hem de yılın tamamında (419mlr TL) oransal olarak hâsılatan daha az artış kaydetmiştir. Faaliyet giderleri yılın son çeyreğinde hâsılatan daha fazla artarak 3,08mlr TL'ye yükseldi ancak yılın tamamında hâsılatın gerisinde kaldı. Böylece maliyet ve faaliyet giderlerindeki sınırlı görece artışlar kâr marjlarındaki yükselişi desteklemiştir. 4Ç21'deki 2,99mlr TL'lik esas faaliyet zararı, kambiyo zararının azalmasıyla 4Ç22'de 16,28mlr TL'lik esas faaliyet kârına (EFK) dönüşmüştür. Ayrıca cari dönemde FAVÖK'ün 15,35mlr TL'de bulunan piyasa beklentisini aşarak 16,64mlr TL'ye yükselmesi pozitif görünümü teyit etmektedir. 2022/12'de net kâr marjı %8,5, FAVÖK marjı %11,5 ve EFK marjı sert yükselişle %9,5 oldu. 2021/12 itibarıyla 12,02mlr TL net borcu bulunan Şirket'in 2022/12 itibarıyla 16,50mlr TL net nakit fazlası oluşmuştur. Kârlılık artışı ve operasyonel görünümdeki iyileşmeyi dikkate alarak hisseyi 4Ç22 Model portföyümüze eklemeyi uygun bulduk.

- 16 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç22	3Ç22	% Değ.	4Ç22	4Ç21	% Değ.
Net Satışlar	116.026	150.609	-23%	116.026	56.892	104%
SMM	96.560	131.111	-26%	96.560	48.919	97%
Brüt satış karı	19.466	19.498	0%	19.466	7.974	144%
Faaliyet Giderleri	3.084	1.989	55%	3.084	1.237	149%
Finansal Gelir/Gider	-1.854	-796	a.d.	-1.854	3.278	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	16.282	13.734	19%	16.282	-2.993	a.d.
FAVÖK	16.636	17.779	-6%	16.636	6.958	139%
Ana Ortaklık Net Kâr	17.589	11.554	52%	17.589	1.424	1135%

Oranlar (%)	4Ç22	3Ç22	Fark	4Ç22	4Ç21	Fark
Brüt Kar Marjı	16,78	12,95	3,8	16,78	14,02	2,8
EFK Marjı	14,03	9,12	4,9	14,03	-5,26	a.d.
FAVÖK Marjı	14,34	11,80	2,5	14,34	12,23	2,1
Net Kâr Marjı	15,16	7,67	7,5	15,16	2,50	12,7

**UYARI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere 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 İş Merkezi 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)

